

# EFECTOS ESTABILIZADORES DE LA POLÍTICA FISCAL

Tomo I

José Marín Arcas

Banco de España - Servicio de Estudios  
Estudios Económicos, nº 58 - 1997

Este documento contiene gráficos vinculados. Para verlos, sitúese sobre el texto “ver gráfico...” que aparece en su lugar y pulse el botón izquierdo del ratón. Para continuar la lectura del documento, vuelva a pulsar el botón izquierdo del ratón.

EFECTOS  
ESTABILIZADORES  
DE LA  
POLÍTICA FISCAL  
Tomo I

José Marín Arcas

Banco de España - Servicio de Estudios  
Estudios Económicos, nº 58 - 1997

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

El Banco de España difunde algunos de sus informes más importantes a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.

Las direcciones del servidor de información WWW en estas redes son:  
<http://www.bde.es> y <http://www.bde.inf>, respectivamente.

ISBN: 84-7793-540-8  
Depósito legal: M. 12968-1997

Imprenta del Banco de España

## ÍNDICE

	<i>Páginas</i>
PRÓLOGO .....	7
I. EL MARCO TEÓRICO Y ESTADÍSTICO DEL ANÁLISIS ..	11
I.1. Introducción.....	11
I.2. La teoría económica y el marco estadístico .....	12
I.3. Las funciones de comportamiento .....	15
I.4. La existencia y unicidad del equilibrio .....	16
I.5. El equilibrio estático y los multiplicadores .....	21
I.6. El proceso dinámico del multiplicador y la estabilidad del equilibrio .....	23
I.7. Los estabilizadores automáticos y los saldos presu- puestarios cíclico y tendencial .....	29
I.8. Definición de los efectos estabilizadores de la políti- ca fiscal .....	34
I.9. Método de estimación de los efectos estabilizadores de la política fiscal .....	40
II. EL MARCO HISTÓRICO: CRECIMIENTO ECONÓMICO Y POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN (1960-1995).....	49
II.1. El crecimiento económico y las políticas de estabili- zación en los años sesenta.....	49
II.2. Las crisis de los años setenta.....	55
II.3. El cambio de orientación de la política económica en los años ochenta.....	67
II.4. Las políticas fiscales de los últimos quince años ...	72
III. ESTADOS UNIDOS.....	83
III.1. Crecimiento económico y políticas de estabiliza- ción.....	83

	<i>Páginas</i>
III.2. Ingresos, gastos y saldo de las cuentas públicas . .	96
III.3. Efectos estabilizadores de la renta disponible . . . . .	100
III.4. Efectos estabilizadores del gasto nominal y de la demanda real. . . . .	108
IV. JAPÓN . . . . .	123
IV.1. Crecimiento económico y políticas de estabilización. . . . .	123
IV.2. Ingresos, gastos y saldo de las cuentas públicas . .	135
IV.3. Efectos estabilizadores de la renta disponible . . . . .	139
IV.4. Efectos estabilizadores del gasto nominal y de la demanda real. . . . .	147

## PRÓLOGO

Este estudio presenta algunos «hechos estilizados» acerca de las relaciones observadas entre las variables fiscales y las fluctuaciones cíclicas de la economía. No se trata de contrastar una teoría o un modelo en particular, sino de utilizar un marco teórico y estadístico sencillo y bien definido para ordenar y presentar los rasgos fundamentales de la política fiscal que parecen relevantes para establecer su posible relación con las fluctuaciones del crecimiento económico. Cuando, hace unos años, O. J. Blanchard pasaba revista al avance de la macroeconomía desde 1975 en adelante («New Classicals and New Keynesians, The Long Pause», septiembre, 1991, Saint Louis Fed Conference on Business Cycles), sostenía que una de las áreas en la que ese avance había sido menos satisfactorio era la concerniente al «desarrollo de métodos convincentes de descripción de los datos». Este trabajo pretende contribuir a rellenar esa laguna, en la parte que se refiere a las relaciones entre política fiscal y estabilización de las fluctuaciones económicas.

Desde un punto de vista teórico, la mayoría de los economistas aceptan en la actualidad que las políticas económicas han de ser formuladas a medio plazo y gozar de la credibilidad de los agentes privados para que sean eficaces, lo que implica limitar la discrecionalidad de las autoridades mediante algún tipo de regla que puedan supervisar con facilidad dichos agentes. Sin embargo, en la práctica, existen discrepancias muy sustanciales acerca de la naturaleza de esas reglas y de sus posibles consecuencias negativas para las necesidades de estabilización económica. Estas discrepancias se plantean con mayor intensidad en el caso de los países europeos que pretenden constituir una unión monetaria y económica, renunciando a la utilización de la política monetaria y de tipo de cambio con fines de estabilización económica, porque el establecimiento de reglas estrictas para la política fiscal puede impedir que ejerza sus efectos estabilizadores. En concreto, se teme que unas reglas que limiten la magnitud del déficit y de la deuda de las Administraciones Públicas puedan limitar también la capacidad estabilizadora de la política fiscal, que es la única política de que disponen las autoridades nacionales para atenuar el impacto de choques asimétricos que afecten a sus eco-

nomías. Para discutir este problema es necesario responder antes a dos preguntas: ¿cuáles han sido los efectos estabilizadores de la política fiscal? y ¿cuál ha sido su magnitud?

Cuando se trata de evaluar los efectos estabilizadores ejercidos en el pasado por la política fiscal, el procedimiento habitual consiste en estimar un modelo más o menos complejo de la economía nacional y realizar ejercicios de simulación contrafactuales. Idealmente, el modelo distingue entre variables endógenas —cuyos valores se determinan dentro del modelo— y variables exógenas —cuyos valores vienen predeterminados desde fuera del modelo—, y entre estas últimas figuran las variables que pueden ser controladas por las autoridades para su utilización como instrumentos de política económica. Un ejercicio contrafactual trata de contestar a una pregunta del tipo: ¿qué hubiera ocurrido en la economía representada por el modelo si determinadas variables exógenas hubieran adoptado unos valores supuestos en lugar de los realmente observados? La contestación a este tipo de preguntas permite establecer una conexión causal hipotética entre los objetivos de la política económica, formulados en términos de los valores deseados para las variables endógenas del modelo, y los instrumentos que las autoridades pueden controlar.

La aproximación que se adopta en este estudio es diferente y se basa en que los efectos estabilizadores de la política fiscal han quedado reflejados en los valores realmente observados de las series estadísticas disponibles, y en que pueden cuantificarse por un sencillo procedimiento estadístico para medir las fluctuaciones simultáneas de las variables. La principal limitación de este procedimiento es que no proporciona una explicación causal de los hechos observados. Cuando, por ejemplo, se dice que los impuestos sobre la renta ejercen un efecto estabilizador sobre las fluctuaciones de la renta bruta disponible del sector privado, ello no significa que estos impuestos sean una variable controlada directamente por las autoridades fiscales, que pueda utilizarse como instrumento para conseguir sus objetivos estabilizadores o de otro tipo. Las decisiones de las autoridades fiscales sobre las variables que controlan (como los tipos impositivos legales) se combinan con las decisiones de otros agentes económicos sobre otras variables que están bajo su control (como los salarios) y con otros factores no controlados por ningún agente en particular (como el clima) para producir los valores realmente observados de las variables endógenas relevantes (como la renta y la recaudación de los impuestos sobre la renta). El procedimiento que aquí se utiliza no permite identificar por separado estas influencias, ni decir cuál ha sido la responsabilidad de las autoridades fiscales en el resultado final, pero sí es capaz de establecer si la interacción de todos los factores ha producido en el pasado unos ajustes de la recaudación impositiva que han tenido



un efecto estabilizador de las fluctuaciones de la renta disponible del sector privado. Tal efecto no puede imputarse a una única causa, ni aquí se proporciona una explicación de por qué y cómo se ha producido, sino que solamente se ofrecen respuestas a las preguntas de si ha existido el efecto estabilizador y de cuál ha sido su magnitud.

En este trabajo se contesta a estas preguntas utilizando una aproximación muy elemental, de manera que sea accesible a cualquier persona con unos conocimientos básicos de macroeconomía (el modelo keynesiano más simple) y de estadística (el modelo de regresión por mínimos cuadrados ordinarios). En el capítulo I se presenta el marco teórico y estadístico, que sirve de introducción para definir los efectos estabilizadores de la política fiscal, y se expone el método empleado para su estimación. El capítulo II describe el marco histórico en el que se han desarrollado las políticas económicas desde 1960, como referencia general para examinar luego los efectos estabilizadores de la política fiscal en países concretos. En los capítulos siguientes se presentan separadamente las políticas de estabilización aplicadas en los principales países industrializados (Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia y Gran Bretaña) y en España durante las últimas décadas, y se aplica el método propuesto para la estimación de los efectos estabilizadores de la política fiscal a esos países. El último capítulo resume las principales conclusiones del trabajo, en forma de «hechos estilizados» que la teoría económica debe explicar.

Toda la información estadística utilizada procede de la base de datos AMECO de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, incluyendo las previsiones para 1996 y 1997 que, en noviembre de 1996, realizaron sus Servicios Técnicos. La información estadística básica para este trabajo se presenta en un disco de ordenador personal, que se incluye con el libro.

Para la realización de este trabajo, he contado con la colaboración y comentarios de un gran número de personas, a las que deseo agradecer su ayuda desinteresada. José Luis Malo de Molina, José María Bonilla, Pilar L'Hotellerie-Fallois y Julia Salaverría leyeron los capítulos y aportaron consejos útiles. Javier Vallés, Olympia Bover, María de los Llanos Matea y Juan José Dolado revisaron los resultados econométricos y evitaron que incurriera en algunos errores. Otras personas han leído y discutido con el autor partes del texto, enriqueciendo su contenido: José Manuel González-Páramo, Rafael Padilla, Isabel Argimón, Francisco Martí, Ángel Luis Gómez, Ana Buisán, Esther Gordo, José Manuel González Mínguez, Joaquín Zamorano y algunos participantes en diversos seminarios del Servicio de Estudios del Banco de España, del CEMFI y

del Departamento de Análisis Económico de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense. María Luisa Comín y María Jesús Núñez se ocuparon, con notables dosis de paciencia, de mecanografiar las sucesivas versiones del texto. Jesús Briones organizó la base de datos para que pudiera ser utilizada. José Antonio Carro y Rafael Martínez realizaron los gráficos. A todos ellos reitero mi agradecimiento.

## EL MARCO TEÓRICO Y ESTADÍSTICO DEL ANÁLISIS

### I.1. Introducción

Para entender los efectos estabilizadores de las operaciones económicas de las Administraciones Públicas es necesario ocuparse de la repercusión de tales operaciones sobre los otros sectores de la economía. Dada la multiplicidad y complejidad de estas operaciones, según quedan reflejadas en el marco estadístico de las cuentas nacionales, parece conveniente repasar en primer lugar la teoría económica elemental para exponer, de manera abstracta y simplificada, los aspectos fundamentales de la interdependencia de los distintos sectores y la determinación del equilibrio macroeconómico resultante de sus decisiones de consumo, inversión, gasto público, imposición, etc. En este capítulo se expone un modelo teórico sencillo, con el fin de presentar las ideas centrales en torno a las que gira el análisis de los efectos estabilizadores de la política fiscal desarrollada por las Administraciones Públicas, y se especifica el marco estadístico-contable en el que se definen y se cuantifican las variables que se van a analizar. También se definen los estabilizadores de la política fiscal y se propone un método para su estimación, que será aplicado en los capítulos siguientes.

La política fiscal es la determinación de los ingresos y gastos públicos para conseguir objetivos de eficiencia, redistribución y estabilización. Aquí se analizan únicamente sus efectos estabilizadores de la renta del sector privado y de la demanda agregada. Las Administraciones Públicas realizan dos funciones principales: redistribución de la renta y de la riqueza nacionales, a través de impuestos y transferencias, y producción de servicios colectivos no destinados a la venta, a través de compras de bienes y servicios. En consonancia con estas funciones, se distinguen dos tipos de efectos estabilizadores de la política fiscal: sobre la renta disponible del sector privado de la economía y sobre el gasto agregado de la economía.

Las operaciones de redistribución de renta pueden contribuir directamente a estabilizar la renta disponible del sector privado, lo que en sí mismo puede ser un objetivo deseable, siempre que los agentes privados prefieran disponer de un flujo estable de renta para gastar, que no sufra fluctuaciones cíclicas. Si la demanda o el gasto del sector privado son funciones estables de su renta disponible, la estabilización de esta contribuye indirectamente a la de la demanda y el producto agregado. Además, las operaciones de consumo e inversión de las AAPP pueden contribuir directamente a estabilizar el gasto agregado y la demanda total de la economía en términos reales, consiguiendo así estabilizar la producción, el empleo y la renta de la economía.

La estabilización de la renta o de la demanda agregadas no es un fin en sí misma, sino un objetivo intermedio para aumentar el bienestar social. Sin embargo, desde el punto de vista macroeconómico no es posible utilizar una función de bienestar social, representativa de las preferencias de los individuos, para valorar los efectos estabilizadores de la política fiscal. Tampoco es posible discriminar si los individuos prefieren que la política fiscal estabilice la renta disponible del sector privado o la demanda agregada de la economía, ni cuáles son los costes en términos de eficiencia de la redistribución o estabilización de la renta. Aquí se ignorarán estos aspectos fundamentales de la política fiscal, ya que solo se pretende describir el signo y la magnitud de estos efectos, sin analizar sus consecuencias para el bienestar social, ni las reglas de decisión de los agentes, ni su carácter discrecional o automático.

En la medida de lo posible, se ha intentado que este trabajo sea autocontenido y accesible a cualquier persona con una formación macroeconómica básica. Por ello, se parte de una explicación elemental de los fundamentos analíticos que sustentan la aproximación empírica utilizada para describir los efectos estabilizadores de la política fiscal, poniendo un énfasis especial en la importancia que tiene utilizar un modelo de equilibrio y un marco estadístico adaptado a este modelo para entender tales efectos.

## **1.2. La teoría económica y el marco estadístico**

El modelo teórico que se expone en este capítulo [Samuelson (1948)] es la versión más elemental de los modelos macroeconómicos de origen Keynesiano, pues se supondrá que la curva de oferta de la economía es una recta horizontal, de manera que no hay variaciones de precios y los valores a precios corrientes del PIB y de las demás macro-magnitudes coinciden con sus respectivos valores a precios constantes. Esta es una simplificación notable, pero útil para abordar en primera ins-

tancia los aspectos estabilizadores de la política fiscal que se quieren poner de manifiesto. Se supondrá también que en la economía nacional existen dos sectores que agrupan a todos los agentes (el sector privado y el sector público), los cuales realizan operaciones económicas entre sí y con el resto del mundo para conseguir sus objetivos, sometidos a restricciones presupuestarias. El sector público está integrado por todos los agentes cuyos objetivos y criterios de decisión están fijados por el poder político.

Las decisiones económicas de estos agentes se reflejan en los valores que toman las variables que aparecen en sus restricciones presupuestarias, y, por tanto, el análisis de su comportamiento se basa en estudiar las características de esas restricciones y su evolución a lo largo del tiempo. En el sistema estadístico utilizado por casi todos los países, tales restricciones presupuestarias son las cuentas de renta, utilización de renta y capital de los sectores institucionales. En estas cuentas se introducirán algunas simplificaciones adicionales, prescindiendo de las operaciones menos importantes y agregando otras, con el fin de obtener una estructura contable sencilla, donde luzcan únicamente las operaciones más relevantes. Estas simplificaciones son útiles para entender con precisión un aspecto fundamental del análisis macroeconómico, a saber: la relación que debe existir entre los equilibrios contables y los equilibrios económicos, que son los conceptos clave para garantizar la consistencia interna del sistema estadístico de recopilación de información, y del sistema teórico que estudia las relaciones de comportamiento de los agentes.

El marco estadístico-contable en el que se encuadra la información relevante para el análisis macroeconómico es el sistema de cuentas nacionales. Aunque la historia de la contabilidad social o nacional comienza hace varios siglos, el precedente más inmediato se fecha en 1953, año en que se publica el primer Sistema de Cuentas Nacionales de las Naciones Unidas (SCN), que ha sido la base para unificar las estadísticas globales de casi todos los países. En 1970 apareció el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas (SEC), que es un desarrollo del SCN, adaptado a las características y necesidades de los países miembros de la Comunidad Económica Europea, con el fin de presentar un conjunto coherente y detallado de cuentas y cuadros que proporcionen un registro sistemático, comparable y, en la medida de lo posible, completo de la actividad económica de los distintos países europeos. En la práctica, este registro abarca una enorme cantidad y variedad de flujos económicos entre un gran número de unidades o agentes, residentes en el mismo país o en el resto del mundo. La función esencial de cualquier sistema de cuentas nacionales es clasificar esta inmensa variedad de agentes y flujos económicos en un número reducido de categorías económicas. Estas categorías se definen dentro de un marco general, de manera que el funcionamiento

**ESQUEMA SIMPLIFICADO DE CONTABILIDAD NACIONAL**

Sector privado		Administ. Públicas		Economía nacional		Resto del mundo	
RENTA		RENTA		RENTA		OPERAC. CORRIENTES	
E	R	E	R	E	R	E	R
TRP COT	EPV RAS TRC	TRC SUB	EPB TRP TPM COT	SUB	E RAS TPM	X	M
YDPV		YDPB		Y			SOCRM
UTIL. RENTA		UTIL. RENTA		UTIL. RENTA			
E	R	E	R	E	R		
CPV	YDPV	CPB	YDPB	CN	Y		
APV		APB		AN			
CAPITAL		CAPITAL		CAPITAL		CAPITAL	
E	R	E	R	E	R	E	R
IPV	APV TRK	IPB TRK	APB	IN	AN	SOCRM	
CNFPV		CNFPB		CNFN		CNFN	
FINANCIERA		FINANCIERA		FINANCIERA		FINANCIERA	
VA	VP	VA	VP	VA	VP	VA	VP
VAPV	VPPV	VAPB	VPPB	VAN	VPN	VPN	VAN
	AFNPV		AFNPB		AFNN	AFNN	

ESQUEMA SIMPLIFICADO DE CONTABILIDAD NACIONAL: SIGNIFICADO DE LAS VARIABLES

Y	= PRODUCTO INTERIOR BRUTO	IN	= FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DE LA ECONOMÍA NACIONAL
RAS	= REMUNERACIÓN DE ASALARIADOS DE LA ECONOMÍA NACIONAL	IPB	= INVERSIÓN PÚBLICA
TPM	= IMPUESTOS LIGADOS A LA PRODUCCIÓN Y A LA IMPORTACIÓN	IPV	= INVERSIÓN PRIVADA
SUB	= SUBVENCIONES DE EXPLOTACIÓN Y A LA IMPORTACIÓN	TRK	= TRANSFERENCIAS DE CAPITAL DEL SECTOR PÚBLICO AL PRIVADO
E	= EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN DE LA ECONOMÍA NACIONAL	X	= EXPORTACIONES
EPB	= EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO	M	= IMPORTACIONES
EPV	= EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN DEL SECTOR PRIVADO	SOCRM	= SALDO DE LAS OPERACIONES CORRIENTES CON EL RESTO DEL MUNDO
TRP	= IMPUESTOS CORRIENTES SOBRE LA RENTA Y EL PATRIMONIO	CNFN	= CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN
COT	= COTIZACIONES SOCIALES	CNFPB	= CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO
TRC	= TRANSFERENCIAS CORRIENTES DIVERSAS DEL SECTOR PÚBLICO AL PRIVADO	CNFPV	= CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO
YDPB	= RENTA DISPONIBLE DEL SECTOR PÚBLICO	VPN	= VARIACIÓN DE PASIVOS DE LA ECONOMÍA NACIONAL
YDPV	= RENTA DISPONIBLE DEL SECTOR PRIVADO	VAN	= VARIACIÓN DE ACTIVOS DE LA ECONOMÍA NACIONAL
CN	= CONSUMO NACIONAL	VPPB	= VARIACIÓN DE PASIVOS DEL SECTOR PÚBLICO
CPB	= CONSUMO PÚBLICO	VAPB	= VARIACIÓN DE ACTIVOS DEL SECTOR PÚBLICO
CPV	= CONSUMO PRIVADO	VPPV	= VARIACIÓN DE PASIVOS DEL SECTOR PRIVADO
AN	= AHORRO NACIONAL	VAPV	= VARIACIÓN DE ACTIVOS DEL SECTOR PRIVADO
APB	= AHORRO PÚBLICO	AFNN	= AHORRO FINANCIERO NETO DE LA NACIÓN
APV	= AHORRO PRIVADO	AFNPB	= AHORRO FINANCIERO NETO DEL SECTOR PÚBLICO
		AFNPV	= AHORRO FINANCIERO NETO DEL SECTOR PRIVADO

del sistema económico quede representado de una forma significativa y susceptible de análisis económico, previsión y evaluación de las decisiones de política económica. Para la mayoría de países europeos, las series estadísticas homogéneas para el análisis de la política fiscal comienzan en 1970. Existen, desde luego, series más largas que informan sobre las operaciones económicas y financieras de las Administraciones Públicas, pero que no están integradas en el marco conceptual de las cuentas nacionales, ni ofrecen garantía de homogeneidad en su elaboración. Las series que aquí se utilizarán para estudiar los efectos estabilizadores de la política fiscal presentan, en cambio, las mayores garantías de comparabilidad en el tiempo y en el espacio, porque han sido estimadas conjuntamente en cada país, siguiendo la metodología de la contabilidad nacional (SEC, 2ª edición, 1979).

Cada modelo teórico que se especifique con el fin de aplicarlo a la realidad debe ir acompañado del modelo contable correspondiente, donde se definan las variables que aparecen en el modelo teórico, la forma de medirlas y las relaciones de coherencia interna que deben satisfacer (equilibrio contable). Para el modelo teórico que se utiliza en este trabajo, un marco contable adecuado es el que se presenta en el esquema I.1, en el cual se han suprimido todas las operaciones que no se consideran imprescindibles. Además, por el momento, se agregarán en una sola variable (T) los ingresos totales o impuestos, en sentido amplio, de las Administraciones Públicas ( $T = TPM + TRP + COT + EPB$ ), y en otra, las transferencias totales netas ( $TR = TRC + SUB + TRK$ ). Consolidando verticalmente en el esquema anterior y por separado las cuentas del sector privado, de las Administraciones Públicas, de la economía nacional y del resto del mundo, obtenemos las siguientes restricciones presupuestarias:

*Sector privado*

$$Y + TR - T - CPV - IPV = CNFPV = VAPV - VPPV \quad [I.1]$$

*Sector público*

$$T - TR - CPB - IPB = CNFPB = VAPB - VPPB \quad [I.2]$$

*Economía nacional*

$$Y - CPV - CPB - IPV - IPB = CNFN = VA - VPN \quad [I.3]$$

*Resto del mundo*

$$X - M = VAN - VPM \quad [I.4]$$

### **I.3. Las funciones de comportamiento**

Las funciones de comportamiento de los distintos agentes se obtienen como resultado de las decisiones que adoptan al tratar de conseguir sus objetivos, sometidos a las correspondientes restricciones presupues-

tarias. Para el sector privado, la única función que se incluirá en el modelo es la función de consumo:

$$CPV = A + b \cdot YDPV \quad [I.5]$$

Según esta ecuación, el consumo privado depende de una constante positiva (A), que se denomina consumo autónomo, y de la propensión marginal al consumo (la constante b, que también se supone positiva, pero menor que uno) multiplicada por la renta disponible del sector privado (YDPV), que se define en este modelo por la siguiente identidad contable

$$YDPV = Y + TR - T \quad [I.6]$$

Para el sector público, solo se especificará en el modelo la determinación de los ingresos totales (T) como proporción del PIB (Y):

$$T = t \cdot Y \quad [I.7]$$

siendo t una constante positiva y menor que uno, que representa el tipo impositivo, o presión fiscal en sentido amplio.

Para las compras de bienes y servicios en el exterior se supondrá la siguiente función de importaciones:

$$M = m \cdot Y \quad [I.8]$$

siendo m una constante positiva y menor que uno, denominada propensión a importar.

La especificación de estas tres funciones de comportamiento completa el planteamiento del modelo. El resto de variables se consideran exógenas. Obsérvese que las decisiones que toman los agentes de manera separada son interdependientes: el consumo privado depende del PIB y de los impuestos y transferencias del sector público; los impuestos y las importaciones también dependen del PIB, que a su vez depende del consumo privado. Existe por tanto una mutua dependencia de las decisiones de los agentes, y el análisis de las condiciones bajo las cuales esas decisiones son compatibles entre sí es lo que se denomina análisis del equilibrio del modelo.

#### **1.4. La existencia y unicidad del equilibrio**

La condición de equilibrio de este modelo se puede expresar de la forma conocida:

$$Y = CPV + CPB + IPV + IPB + X - M \quad [I.9]$$



Esta expresión dice que la oferta agregada de la economía, representada por el PIB (Y) en el lado izquierdo de la ecuación, es igual a la demanda agregada de la economía, representada en el lado derecho de la ecuación por la suma de la demanda de consumo privado (CPV) y público (CPB), de la formación bruta de capital (suma de la inversión privada IPV y pública IPB) y de las exportaciones netas (X-M). En tanto que identidad contable, esta ecuación se verifica siempre a posteriori. Sin embargo, cuando se sustituyen las variables que aparecen en ella por las ecuaciones de comportamiento que determinan los valores de esas variables en el modelo, dicha identidad contable deja de ser cierta por definición y solo se verifica para los valores de equilibrio que solucionan el modelo. Si se efectúan las sustituciones pertinentes se obtiene:

$$Y = A + b [Y + TR - tY] + CPB + IPV + IPB + X - mY \quad [I.10]$$

$$Y = A + CPB + IPV + IPB + X + bTR + [b(1 - t) - m] Y \quad [I.11]$$

En el lado izquierdo de esta ecuación aparece el PIB por el lado de la oferta y en el lado derecho aparecen los componentes de la demanda agregada, según las ecuaciones de comportamiento del modelo, habiendo agrupado en el último término todos los factores que dependen del valor que tome el PIB (Y).

Si se representa gráficamente el lado derecho de esta ecuación se obtiene una curva de demanda agregada de la economía (DA), como muestra la figura I.1, en función de Y. Obsérvese que la demanda agregada es una recta que corta el eje vertical en el valor:

$$DA(0) = A + CPB + IPV + IPB + X + bTR \quad [I.12]$$

Esto quiere decir que, para un hipotético valor de  $Y=0$ , la demanda agregada sería positiva y tomaría el valor concreto correspondiente a la intersección de la curva de demanda agregada con el eje vertical. Por otra parte, para valores positivos y cada vez más altos de Y, la curva de demanda agregada toma también valores cada vez más altos, porque, al valor original que tomaba cuando  $Y=0$ , se añade ahora el efecto del término que depende del PIB:  $[b(1-t)-m] Y$ . Así, cuando el PIB a precios corrientes toma el valor  $Y_1$ , la demanda agregada de la economía toma el valor  $DA(Y_1)=A+CPB+IPV+IPB+X+bTR+[b(1-t)-m] Y_1$ . Cuando Y aumenta en una unidad, DA aumenta en  $[b(1-t)-m]$  unidades, por lo que la pendiente de la curva de demanda agregada es  $[b(1-t)-m]$ . En la figura I.1 se ha supuesto que esa pendiente es mayor que cero, aunque como se comprobará más adelante no tiene que ser necesariamente así.

Por otra parte, si se traza una recta con inclinación de cuarenta y cinco grados ( $45^\circ$ ) que parte del origen, como la que aparece en la figura I.2, se obtiene una representación gráfica de la curva de oferta



**ver figura I.1**

agregada de la economía (OA). Esta curva es relativamente trivial, porque únicamente dice que si el PIB a precios corrientes ( $Y$ , en el eje horizontal) toma un cierto valor (digamos  $Y_1$ ), la oferta agregada de la economía (OA, en el eje vertical, que debe tener la misma escala que el horizontal) toma ese mismo valor ( $OA_1=Y_1$ ). Nótese que la pendiente de esta curva de oferta es exactamente igual a uno, lo que significa que si el PIB aumenta hasta  $Y_2$ , la oferta agregada de la economía también aumentará en la misma cantidad, hasta situarse en  $OA_2=Y_2$ ; es decir, se verifica que  $Y_2 - Y_1 = OA_2 - OA_1$ .

Utilizando las curvas de oferta y demanda puede analizarse cómo se llega al equilibrio, situación en la que se igualan la oferta y la demanda de la economía, siendo mutuamente compatibles las decisiones de todos los agentes. Empezando por el examen gráfico del equilibrio, el punto donde se igualan la oferta y la demanda agregadas corresponde a la intersección de las curvas de oferta (OA) y demanda (DA), como muestra la figura I.3, siendo  $Y^*$  el valor de equilibrio resultante del PIB. Para valores inferiores del PIB, la demanda es mayor que la oferta (DA es mayor que OA), y para valores superiores a  $Y^*$ , la demanda es menor que la oferta, por lo que existe un desequilibrio de distinto signo en uno y otro caso.

Desde el punto de vista algebraico, hallar el valor de equilibrio  $Y^*$  consiste en encontrar el valor para el que coinciden el lado izquierdo y el lado derecho de la ecuación (I.11). Para ello se agrupan en el lado izquierdo los términos dependientes de  $Y$ , despejando luego la incógnita  $Y^*$ :

$$\begin{aligned}
 Y - [b(1-t) - m]Y &= A + CPB + IPV + IPB + X + bTR \\
 Y[1 - b(1-t) + m] &= A + CPB + IPV + IPB + X + bTR \\
 Y^* &= \frac{A + CPB + IPV + IPB + X + bTR}{1 - b(1-t) + m} \quad [I.13]
 \end{aligned}$$

Las condiciones para que exista el equilibrio en este modelo, es decir, para que el modelo tenga una solución con significado económico, son que la pendiente de la curva de demanda agregada  $[b(1-t)-m]$  sea menor que la unidad (condición que se satisface por haber supuesto que el rango de variación de las constantes  $b$ ,  $t$  y  $m$  era el intervalo comprendido entre cero y uno), y que el numerador del lado derecho de la ecuación [I.13] sea positivo. Bajo estas condiciones, el valor de  $Y^*$  será positivo, desde el punto de vista algebraico, por ser el cociente de dos números positivos, y desde el punto de vista gráfico, porque la curva de demanda agregada (DA) cortará a la curva de oferta agregada (OA) en un valor positivo. Esto queda garantizado porque la curva DA partirá del eje vertical con un valor positivo (igual al numerador del lado derecho de

[I.13]) y tendrá una inclinación menor que la de la curva de oferta agregada (que es la unidad), por lo que acabará cruzándose con ella. Las mismas condiciones que garantizan que el equilibrio existe, garantizan que el equilibrio es único, ya que las curvas de oferta y demanda agregadas solo se cortarán una vez, por ser líneas rectas.

En resumen, la ecuación de equilibrio [I.13], que soluciona el modelo planteado en esta sección, permite hallar el valor de equilibrio del PIB a precios corrientes, una vez que se conocen los valores de las variables exógenas y de los parámetros del modelo. Se llaman variables exógenas a aquellas cuyo valor se determina fuera del modelo, para distinguirlas de las variables denominadas endógenas, que son las que se determinan por las relaciones de equilibrio establecidas dentro del modelo. Los parámetros son un tipo particular de variables exógenas que determinan la forma de las funciones de comportamiento de los agentes. Las variables incluidas en este modelo simple son las siguientes:

#### *Variables exógenas*

A, consumo autónomo del sector privado  
IPV, inversión privada  
CPB, consumo público  
IPB, inversión pública  
TR, transferencias del sector público al sector privado  
X, exportaciones de bienes y servicios

#### *Parámetros*

b, propensión marginal al consumo privado  
t, tipo impositivo  
m, propensión a importar

#### *Variables endógenas*

Y, producto interior bruto  
CPV, consumo privado  
T, ingresos públicos  
M, importaciones  
YDPV, renta bruta disponible del sector privado  
YDPB, renta bruta disponible del sector público  
YDN, renta bruta disponible de la nación  
APV, ahorro bruto del sector privado  
APB, ahorro bruto del sector público  
AN, ahorro nacional bruto  
CNFPV, capacidad o necesidad de financiación del sector privado  
CNFPB, capacidad o necesidad de financiación del sector público  
CNFN, capacidad o necesidad de financiación de la nación.

Por tanto, para cada conjunto de valores que se especifique para las variables exógenas y parámetros del modelo, la ecuación [I.13] proporciona el valor de equilibrio del PIB, que es la variable endógena fundamental. Sustituyendo este valor en las ecuaciones de comportamiento y en las restricciones presupuestarias de los sectores formuladas con anterioridad, se obtienen los valores de equilibrio del resto de las variables endógenas del modelo.

Para examinar las fluctuaciones cíclicas de la economía y los conceptos fundamentales de la política fiscal (los multiplicadores, los estabilizadores automáticos y los saldos presupuestarios cíclico y tendencial) es necesario disponer de un modelo dinámico que incorpore en su estructura los procesos de ajuste de las variables endógenas, desencadenados como consecuencia de modificaciones en las variables exógenas y parámetros del modelo. Sin embargo, antes de introducir los procesos dinámicos de ajuste en el modelo que se ha planteado, es conveniente entender bien las características del equilibrio, realizando algunos ejercicios de estática comparativa. Al ejercicio consistente en comparar los valores que toman las variables endógenas en dos equilibrios diferentes, resultantes de cambiar los valores especificados para las variables exógenas y parámetros del modelo, se le llama análisis de estática comparativa. Este tipo de análisis únicamente considera las soluciones de equilibrio estático, sin estudiar el proceso dinámico que hace evolucionar a la economía de una posición de equilibrio a la otra, ni analizar las condiciones de estabilidad del equilibrio.

## **I.5. El equilibrio estático y los multiplicadores**

Los posibles ejercicios de estática comparativa en este modelo son de dos tipos: a) cuando se modifica una variable exógena, distinta de un parámetro, permaneciendo constantes las otras variables exógenas y parámetros, cambia la intersección de la curva de demanda agregada con el eje vertical [el valor  $DA(0)$  en la figura I.1], pero no se ve alterada la pendiente de esta curva, por lo que se produce un desplazamiento paralelo de toda la curva  $DA$  hacia arriba o hacia abajo, modificándose el valor de equilibrio  $Y^*$  al alza o a la baja, respectivamente, y b) cuando cambia un parámetro del modelo, permaneciendo constantes las otras variables exógenas y parámetros, se produce un cambio en la pendiente de la curva de demanda agregada, dando lugar a un aumento o disminución del valor de equilibrio  $Y^*$ .

Si se repasa la ecuación [I.12], que determina el punto  $DA(0)$  donde la curva de demanda agregada corta al eje vertical, se observará que todas las variables exógenas enumeradas anteriormente aparecen como

sumandos. Un aumento de cualquiera de ellas desplazará paralelamente hacia arriba la curva DA, ocasionando un aumento del PIB de equilibrio ( $Y^*$ ), y, en sentido inverso, una reducción de cualquiera de estas variables exógenas provocará un descenso del PIB de equilibrio. Por lo que se refiere a los parámetros, se observará que la pendiente de la curva de demanda agregada,  $[b(1-t)-m]$ , aumenta siempre que aumente la propensión marginal al consumo privado ( $b$ ), y disminuye al aumentar el tipo impositivo ( $t$ ) o la propensión a importar ( $m$ ). Naturalmente, las variaciones de los parámetros de sentido opuesto a las que se han considerado tendrán los efectos contrarios.

Centrando el análisis en los efectos de las variables de política fiscal, se considerarán en primer lugar las consecuencias de un aumento del consumo público (CPB). Si, partiendo de una posición de equilibrio inicial ( $Y_1^*$ ), determinado por un conjunto de valores concretos de las variables exógenas y de los parámetros, aumenta el valor del consumo público desde  $CPB_1$  a  $CPB_2$ , permaneciendo constantes los valores iniciales de las otras variables exógenas y parámetros, se obtiene un nuevo equilibrio ( $Y_2^*$ ). El equilibrio inicial era:

$$Y_1^* = \frac{A + CPB_1 + IPV + IPB + X + bTR}{1 - b(1 - t) + m}$$

y el equilibrio final será:

$$Y_2^* = \frac{A + CPB_2 + IPV + IPB + X + bTR}{1 - b(1 - t) + m}$$

Para determinar el cambio producido en el PIB de equilibrio se resta la segunda expresión de la primera, obteniendo:

$$Y_2^* - Y_1^* = \frac{CPB_2 - CPB_1}{1 - b(1 - t) + m}$$

expresión en la que desaparecen todas las variables exógenas del numerador cuyo valor ha permanecido constante por hipótesis. La variación del PIB de equilibrio ( $Y_2^* - Y_1^*$ ) es igual a la variación supuesta del consumo público ( $CPB_2 - CPB_1$ ) multiplicada por la constante:

$$K_{CPB} = \frac{1}{1 - b(1 - t) + m} \quad [I.14]$$

Esta constante  $K_{CPB}$  recibe el nombre de multiplicador del consumo público, porque, para los valores más usuales de los parámetros ( $b$ ,  $t$ ,  $m$ ), se verifica que  $b(1-t)$  es mayor que  $m$ , siendo el denominador del cociente anterior menor que uno y, por tanto, siendo  $K_{CPB}$  mayor que uno. En este caso, el aumento del PIB de equilibrio es un múltiplo del aumen-

to del consumo público. Desde el punto de vista del análisis gráfico del equilibrio, la figura I.4 ilustra cómo el aumento del consumo público produce un desplazamiento paralelo hacia arriba de la curva de demanda agregada de la economía, desde la posición inicial  $DA_1$  hasta la posición final  $DA_2$ , verificándose que  $DA(0)_2 - DA(0)_1 = CPB_2 - CPB_1$ , es decir, que la distancia vertical entre ambas curvas de demanda agregada es igual al aumento del consumo público que se ha supuesto. Nótese, en cambio, que la distancia  $Y_2^* - Y_1^*$ , que representa el aumento de la renta de equilibrio en el eje horizontal, es mayor que la distancia vertical entre las curvas de demanda agregada.

Siguiendo los mismos pasos de la exposición anterior, puede deducirse que, en este modelo, el multiplicador de la inversión pública, como el de la inversión privada, el del consumo autónomo privado y el de las exportaciones son iguales al multiplicador del consumo público. En cambio, el multiplicador de las transferencias públicas ( $K_{TR}$ ) es menor que todos ellos e igual a:

$$K_{TR} = \frac{b}{1 - b(1 - t) + m} \quad [I.15]$$

La explicación económica de que  $K_{TR}$  sea menor que  $K_{CPB}$  es que, como se verá más claramente al analizar el proceso multiplicador con un enfoque dinámico, los gastos directos en bienes y servicios por parte del sector público ejercen inicialmente un efecto expansivo mayor sobre la demanda agregada que los gastos de transferencias al sector privado.

Para terminar con el análisis de la estática comparativa del equilibrio, en la figura I.5 puede observarse cuáles serían los efectos de una disminución del tipo impositivo: aumentaría la pendiente de la curva de demanda agregada, aunque no cambiaría su intersección con el eje vertical. La curva inicial  $DA_1$  y la curva final  $DA_2$  parten del mismo punto, pero esta última tiene una mayor pendiente, determinando un aumento del PIB de equilibrio, que pasaría de  $Y_1^*$  a  $Y_2^*$ . No se va a deducir analíticamente el efecto de los cambios en los parámetros sobre el PIB de equilibrio. Bastará con tener presente el esquema gráfico de la figura I.5 para recordar los efectos cualitativos de estos cambios, especialmente los de las variables de política fiscal.

## **I.6. El proceso dinámico del multiplicador y la estabilidad del equilibrio**

Una vez examinados los multiplicadores de los gastos públicos en el marco de la estática comparativa, el análisis de su funcionamiento diná-



**ver figura I.4**

mico requiere, como ya se ha señalado, especificar las características del proceso de ajuste que permite pasar de una situación de equilibrio a otra. Recuérdese que, en el modelo que se está estudiando, se había supuesto que no se producían variaciones de precios, sino que la oferta agregada de la economía era perfectamente elástica y la demanda agregada determinaba automáticamente a la oferta agregada de bienes y servicios. Esta hipótesis drástica puede entenderse como un caso extremo en el que los precios de la economía son muy rígidos a corto plazo (de hecho, el supuesto es que se mantienen fijos), mientras que todos los ajustes inducidos por cambios de la demanda agregada se transmiten íntegramente a las cantidades y, por tanto, a la oferta agregada y al nivel de actividad económica. De acuerdo con esta hipótesis, en el análisis por etapas del proceso dinámico que se explica a continuación, se



supone que la oferta se ajusta en cada fase al nivel determinado por la demanda.

Considérese el proceso de ajuste entre el equilibrio inicial y el equilibrio final examinados antes al exponer las consecuencias de un aumento del consumo público. Partiendo del equilibrio inicial, el gobierno decide elevar el gasto en bienes y servicios corrientes en 100 unidades monetarias, permaneciendo constantes las otras variables exógenas y parámetros del modelo. La consecuencia inmediata (en la primera etapa) de este aumento del gasto público será un aumento de igual cuantía en la demanda agregada, que se transmitirá automáticamente a la oferta agregada, por lo que el PIB aumentará en 100 unidades monetarias. Pero el proceso de ajuste no se detiene aquí.

En esta primera etapa, y como consecuencia de haber aumentado el PIB, se registrará un aumento de la renta disponible de los consumidores por valor de  $100 - 100t = 100(1-t)$ , siendo  $100t$  los impuestos adicionales que ingresa la Administración Pública por el aumento del PIB, como se ve en la primera línea del esquema I.2. Además, al haber aumentado la renta disponible de los consumidores, estos elevarán su consumo en  $b[100(1-t)]$ , siendo  $b$  la propensión marginal al consumo. Este mayor consumo ejerce un nuevo efecto expansivo de magnitud  $b[100(1-t)]$  sobre la demanda agregada. Sin embargo, parte del crecimiento inicial de la demanda agregada no repercutirá en un aumento de la producción interior, sino que se filtrará hacia importaciones, las cuales se expandirán en una proporción  $m$  de lo que haya aumentado el PIB, como muestra la última columna del esquema I.2. Por lo tanto, al final de la primera etapa, el PIB habrá aumentado de hecho lo que haya crecido el consumo privado,  $100(1-t)b$ , menos lo que han aumentado las importaciones,  $100m$ , es decir,  $100[b(1-t)-m]$ , comenzando entonces una segunda etapa, análoga a la primera.

Debe observarse que los incrementos del PIB ( $\Delta Y$ ), de la demanda agregada ( $\Delta DA$ ), de los ingresos públicos ( $\Delta T$ ), de la renta disponible del sector privado ( $\Delta YDPV$ ), del consumo privado ( $\Delta CPV$ ), y de las importaciones ( $\Delta M$ ), que tienen lugar en la segunda etapa, y que aparecen en la segunda línea del esquema I.1, son todos iguales a los registrados por cada una de estas variables en la primera etapa (primera línea del esquema I.2), pero multiplicados por una constante  $p=b(1-t)-m$ , que es precisamente la pendiente de la curva de demanda agregada. Así, por ejemplo, el PIB aumentará  $100p$  al final de la primera etapa,  $100p^2$  al final de la segunda, y así sucesivamente en un proceso lógico infinito. El aumento total del PIB será por tanto:

$$\Delta Y = 100 + 100p + 100p^2 + 100p^3 + \dots = 100(1 + p + p^2 + p^3 + \dots) \quad [I.16]$$

En la figura I.6 se ilustra este proceso dinámico de ajuste, que permite pasar del equilibrio inicial ( $Y_1^*$ ) al equilibrio final ( $Y_2^*$ ), como consecuencia del aumento del consumo público. El efecto inicial de este aumento es, como se vio anteriormente, desplazar paralelamente hacia arriba la curva de demanda agregada desde  $DA_1$  a  $DA_2$ , siendo 100 la distancia vertical entre ambas curvas (indicada por el primer escalón de la izquierda entre  $OA$  y  $DA_2$ ), que es la magnitud del incremento del consumo público. Con la nueva demanda agregada, si se mantuviera



**ver figura I.6**

constante el PIB en su valor inicial  $Y_1^*$ , habría un exceso de demanda por valor, justamente, de las 100 unidades en que se ha incrementado el consumo público. Pero, siguiendo la regla de ajuste que se ha supuesto, el PIB en términos reales se ajustará al alza (permaneciendo invariables los precios) para absorber ese exceso de demanda de 100, pasando de  $Y_1^*$  a  $Y_A = Y_1^* + 100$ .

Sin embargo, cuando el PIB se sitúa en  $Y_A$  sigue existiendo un exceso de demanda agregada (la curva  $DA_2$  está por encima de  $OA$  en la línea vertical trazada sobre el punto  $Y_A$ ), ya que el aumento del PIB hasta  $Y_A$  ha inducido una elevación de la renta disponible de los consumidores (a pesar de que parte del aumento de renta bruta se ha detraído como impuesto) y un mayor consumo privado. Este exceso de demanda que subsiste será de  $100p$  (que es la distancia vertical marcada por el segundo escalón), y corresponde al aumento inducido del consumo privado  $100b(1-t)$ , menos la parte de la demanda nacional que se filtra hacia el exterior expandiendo las importaciones  $100m$ ; es decir,  $100p = 100[b(1-t) - m]$ . Siguiendo la regla de ajuste supuesta para el proceso dinámico, el PIB crecerá ahora hasta  $Y_B = Y_A + 100p = Y_1^* + 100 + 100p = Y_1^* + 100(1+p)$ .

Este proceso dinámico del multiplicador se prolongará hasta que el PIB haya alcanzado su nuevo valor de equilibrio:

$$Y_2^* = Y_1^* + 100 (1 + p + p^2 + p^3 + \dots) = Y_1^* + 100 \left( \frac{1}{1-p} \right) \quad [I.17]$$

Nótese que la igualdad de los términos que aparecen entre paréntesis en la expresión [I.17] es la que establece el nexo de unión entre el multiplicador estático del consumo público y el proceso dinámico que se acaba de estudiar. En efecto, resulta que:

$$1 + p + p^2 + p^3 + \dots = \frac{1}{1-p}$$

porque:

$$(1-p)(1 + p + p^2 + p^3 + \dots) = 1 - p + p - p^2 + p^2 - \dots = 1$$

En consecuencia, a partir de la expresión [I.17] puede escribirse:

$$Y_2^* - Y_1^* = \frac{100}{1-p} = \frac{CPB_2 - CPB_1}{1 - [b(1-t) - m]} \quad [I.18]$$

que es la fórmula que se obtuvo al deducir el multiplicador estático del consumo público.

Antes de concluir el análisis de los multiplicadores del gasto público hay que anotar tres observaciones. La primera se refiere a la explicación de por qué es menor el multiplicador de las transferencias que el del consumo o la inversión públicos. Si se revisa la exposición del proceso dinámico del multiplicador, se verá que el impacto inicial de un aumento del gasto público directo en bienes y servicios se transmite íntegramente al PIB. En cambio, si se aumentaran las transferencias en la misma cuantía en que se ha supuesto que se eleva el consumo público (en 100 unidades monetarias), el aumento inicial de la demanda agregada (y del PIB) no sería de 100, sino solamente de 100b, porque el sector privado gastará en consumo solo una parte b de las mayores transferencias que recibe. De ello se deriva que el efecto multiplicador de las transferencias sea igual a esa misma parte b del efecto multiplicador del gasto directo en bienes y servicios de las AAPP.

La segunda observación es que los multiplicadores que se han deducido de este modelo dependen de las hipótesis específicas que se han formulado para definirlos. Esta observación es importante porque, al hablar de los multiplicadores de la política fiscal, debe tenerse siempre presente que sus valores dependen de la estructura del modelo que se está utilizando.

La tercera observación es que la condición de estabilidad del modelo, que puede expresarse diciendo que se requiere que la elasticidad de la curva de demanda agregada respecto al PIB sea menor que uno, también puede utilizarse para definir el carácter estabilizador o desestabilizador de los componentes de la demanda agregada. El consumo, la inversión y las exportaciones contribuyen a estabilizar la demanda agregada si su elasticidad con respecto al PIB es menor que uno. Las importaciones, en cambio, como entran restando en el cálculo de la demanda agregada, tendrán una influencia estabilizadora sobre la demanda agregada si su elasticidad con respecto al PIB es mayor que uno. Una forma alternativa de expresar las mismas definiciones anteriores sin utilizar el concepto de elasticidad es la siguiente. El consumo, la inversión y las exportaciones tendrán efectos estabilizadores si su peso con respecto al producto desciende al aumentar este y viceversa. Las importaciones serán estabilizadoras si su peso en el producto aumenta al aumentar este y viceversa.

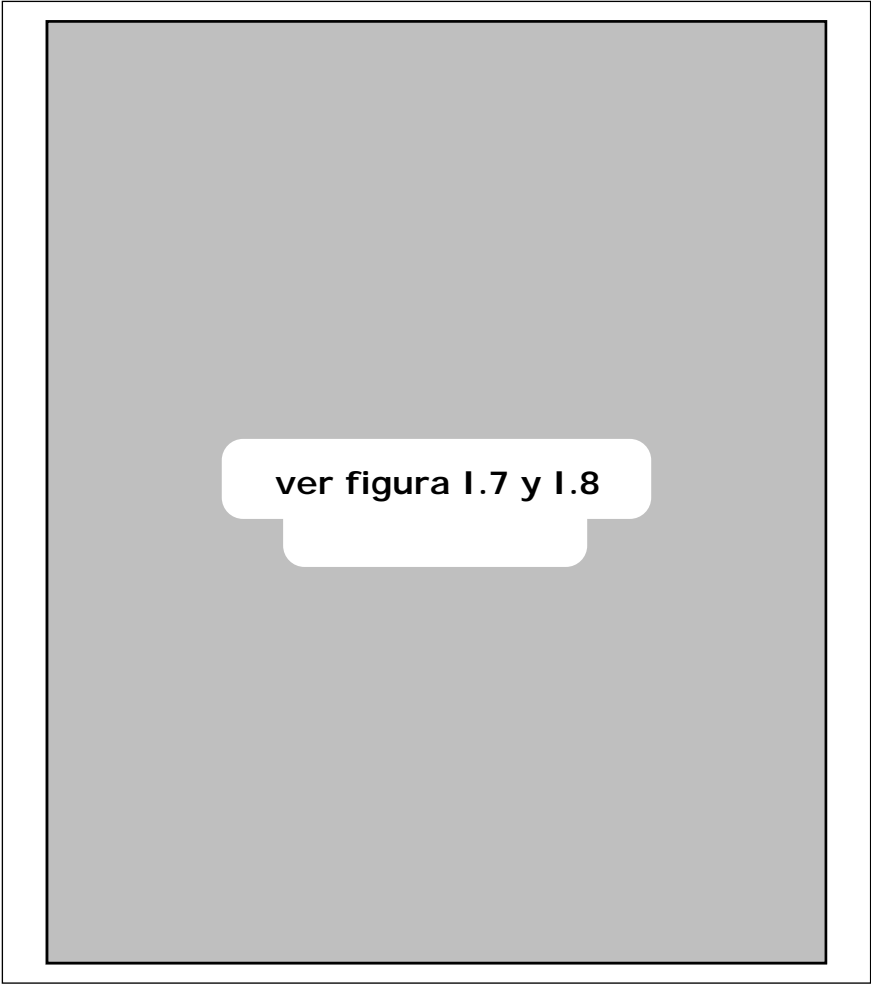
### **I.7. Los estabilizadores automáticos y los saldos presupuestarios cíclico y tendencial**

Para introducir el análisis de las fluctuaciones cíclicas de la economía y los conceptos de estabilizadores automáticos de saldo presupuestario tendencial y de saldo presupuestario cíclico, se supondrá, en primer lugar y de manera provisional, que el consumo y la inversión públicos son iguales a cero en el modelo anterior ( $CPB=0$ ;  $IPV = 0$ ). En consecuencia, la restricción presupuestaria de las AAPP:

$$CNFPB = T - TR = tY - TR \quad [I.19]$$

En la figura I.8 se ha representado esta restricción presupuestaria, para un nivel de transferencias dado  $TR$ , que se mantendrá constante. Cuando se supone  $Y = 0$ , resulta  $CNFPB = -TR$ , por lo que la intersección de la recta representativa de la restricción presupuestaria [I.19] cortará al eje vertical en el valor  $-TR$ . Cuando  $Y$  toma valores positivos, los impuestos  $T = tY$  son mayores que cero, y crecen a medida que crece  $Y$ , en la proporción  $t$ , que es la pendiente de la recta  $CNFPB$ .

En la figura I.7 se ha representado, por un lado, una recta ( $Y$ ) que parte del origen y tiene una inclinación de  $45^\circ$ . En el eje horizontal se miden los valores que toma el PIB y, por medio de esta recta de  $45^\circ$ , se pueden trasladar dichos valores al eje vertical. La función que tiene en esta figura la recta  $Y$  es, por tanto, análoga a la que desempeña la curva de oferta agregada en las figuras anteriores. Por otro lado, en esta misma figura se ha representado también la recta  $YDPV$  correspondiente a



**ver figura I.7 y I.8**

la ecuación que define en el modelo la determinación de la renta disponible del sector privado:

$$YDPV = Y + TR - T = Y(1 - t) + TR \quad [I.20]$$

Cuando se supone  $Y=0$ , resulta que  $YDPV = TR$ , por lo que la intersección de la recta  $YDPV$  con el eje vertical se produce en el valor  $TR$ , que se ha supuesto dado y constante. A medida que crece  $Y$ , aumenta la renta disponible del sector privado en la proporción  $(1-t)$ ; es decir, por cada unidad que aumenta el PIB, la renta disponible del sector privado aumenta en esa unidad menos la proporción  $t$  que recaudan como impuesto las AAPP. Por tanto, la pendiente de la recta  $YDPV$  es  $(1-t)$ . En el punto de corte entre la recta de  $45^\circ$  y la recta  $YDPV$  se verifica que

$TR=T=tY^*$ , aunque el cumplimiento de esta ecuación no es ni condición necesaria ni suficiente para el equilibrio del modelo.

Suponiendo ahora que el valor medio de equilibrio del PIB a lo largo del tiempo es  $Y^*$ , a este valor del PIB le corresponde, según se ve en la figura I.8, una situación de equilibrio presupuestario, en el que  $CNFPB^* = 0$ , y las AAPP están entregando como transferencias al sector privado la cantidad exacta que recauda como impuestos  $TR=tY^*$ . En consecuencia, como se aprecia en la figura I.7, para el PIB de equilibrio medio  $Y^*$ , la renta disponible del sector privado toma ese mismo valor de equilibrio medio:  $YDPV^* = Y^*$ . Por tanto, si el PIB se mantuviera constante en el valor  $Y^*$  a lo largo del tiempo, el saldo presupuestario estaría siempre equilibrado y la renta disponible del sector privado coincidiría permanentemente con el valor de equilibrio del PIB. Desde una perspectiva macroeconómica, esto es, ignorando los efectos redistributivos y de eficiencia derivados de que sean personas distintas quienes pagan los impuestos y quienes reciben las transferencias, el papel de las AAPP en este caso particular del modelo, en el que no hay consumo ni inversión públicos y el PIB de equilibrio coincide con el que equilibra los ingresos y gastos públicos, es prácticamente nulo.

Sin embargo, si se supone que el PIB puede fluctuar a lo largo del tiempo siguiendo una evolución cíclica en torno a su valor de equilibrio medio  $Y^*$ , podrá entenderse el significado de los estabilizadores automáticos en la atenuación de las fluctuaciones de la renta disponible del sector privado. Supongamos que, debido a alguna causa exógena a la economía (por ejemplo, oscilaciones cíclicas de los mercados internacionales que provocan oscilaciones similares en el nivel de exportaciones), el PIB fluctúa de manera continua y regular, alcanzando un valor máximo  $Y_E$  en los períodos de expansión y un valor mínimo  $Y_D$  en los períodos de depresión, como se señala en la figura I.7.

En el punto cumbre de una expansión cíclica, cuando el PIB alcance el valor  $Y_E$ , la renta disponible del sector privado no sobrepasará el valor  $YDPV_E$ , porque los impuestos crecerán con el PIB pero las transferencias se mantendrán constantes, determinando la aparición de un saldo cíclico con superávit ( $CNFPB_E$  es mayor que cero). De manera simétrica, cuando se llegue al fondo de una depresión y el PIB alcance el valor  $Y_D$ , la renta disponible del sector privado habrá descendido en menor medida (deteniéndose en el valor  $YDPV_D$ ), porque los impuestos se reducirán con la caída del PIB, y, al permanecer constantes las transferencias, el saldo presupuestario cíclico presentará un déficit ( $CNFPB_D$  es menor que cero, como se ve en la figura I.8).

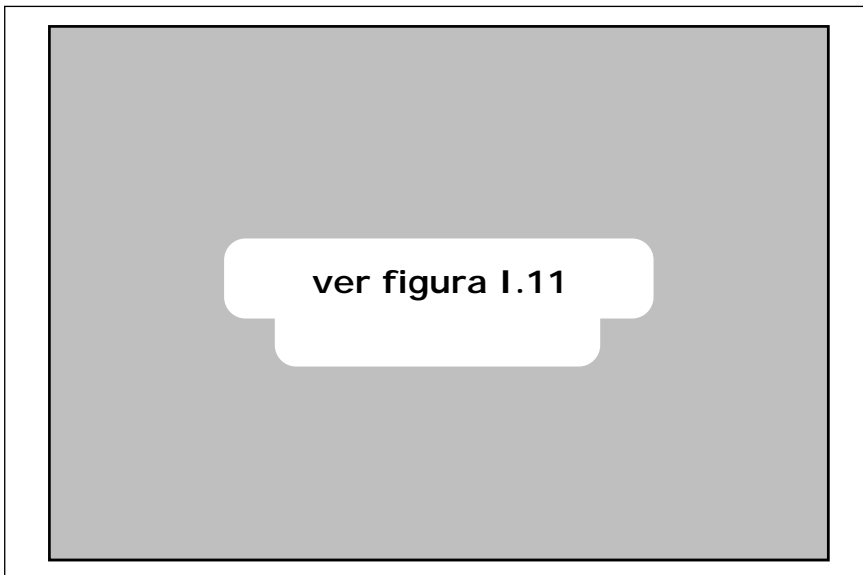
En las figuras I.9 y I.10 se han representado estas fluctuaciones cíclicas a lo largo del tiempo de manera esquemática. En la figura I.9 se



**ver figuras I.9 y I.10**

muestran las evoluciones del PIB (en la línea punteada,  $Y$ ) y de la renta disponible del sector privado (en la línea sin puntos,  $YDPV$ ), a lo largo de un ciclo típico, de manera que se pueda apreciar la menor amplitud cíclica de las oscilaciones de esta que de las experimentadas por aquel. En la figura I.10 se representa la evolución del saldo presupuestario cíclico a lo largo de ese ciclo típico. Obsérvese que las fluctuaciones de CNFPB son conformes con las de  $Y$  y las de  $YDPV$ , por lo que el saldo presupuestario cíclico tenderá hacia el superávit en las fases de expansión y hacia el déficit en las etapas de depresión. Nótese, sin embargo, que al estar equilibrado por hipótesis el presupuesto cuando el PIB toma su valor medio de equilibrio, los desequilibrios presupuestarios asociados al ciclo económico tenderán a compensarse a lo largo del tiempo. Al saldo presupuestario que se obtiene cuando el PIB toma

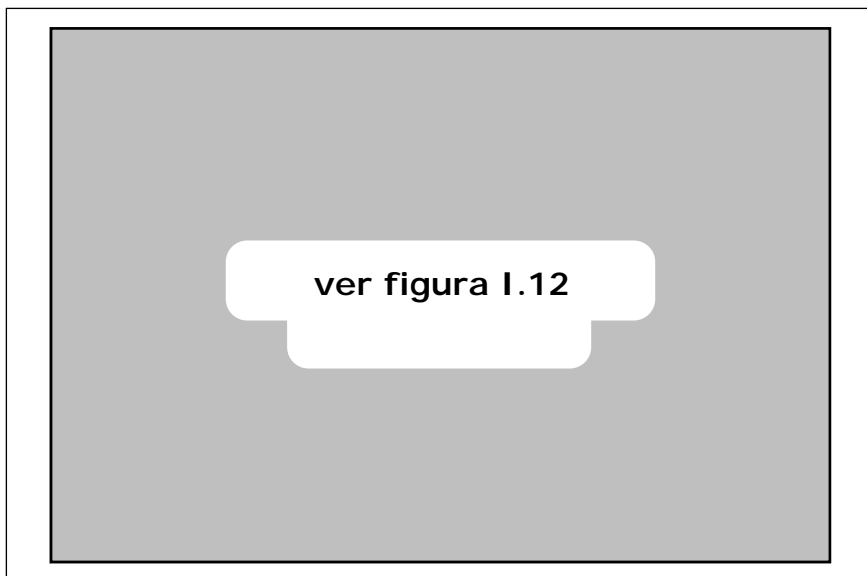




su valor de equilibrio tendencial (en este caso,  $Y^*$ ) se le denomina saldo presupuestario tendencial, por lo que en el ejemplo que se ha analizado puede decirse que el saldo presupuestario tendencial (CNFPB\*) está equilibrado.

Si a partir del ejemplo descrito se aumenta el gasto público de consumo o de inversión que se había supuesto nulo, manteniendo constantes todas las demás cosas, la recta CNFPB que aparece en la figura I.8 se desplazará paralelamente hacia abajo, desde CNFPB<sub>1</sub> hasta CNFPB<sub>2</sub>, como muestra la figura I.11, y aparecerá un déficit tendencial en el presupuesto cuyo valor será de una cuantía igual a la del aumento supuesto del gasto público. La nueva recta CNFPB<sub>2</sub> cortará al eje vertical en el valor  $-CPB-IPB-TR$  y tendrá la misma pendiente ( $t$ ) que la anterior, por no haber variado el tipo impositivo. La distancia vertical entre ambas rectas es  $CPB+IPB$  y, en la nueva situación, cuando el PIB tome su valor medio de equilibrio  $Y^*$ , el saldo presupuestario tendencial será negativo (CNFPB\* es ahora menor que cero).

Con las nuevas hipótesis sobre el gasto público, el saldo presupuestario cíclico mostrará superávit en las fases de expansión y déficit en las etapas de depresión, al igual que antes, pero ahora el saldo presupuestario total o efectivo solo alcanzará un superávit en el período de máxima expansión del PIB, como puede verse en la figura I.12, que no será suficiente para compensar los mayores déficit presupuestarios que se registrarán en los períodos de depresión.



### **I.8. Definición de los efectos estabilizadores de la política fiscal**

Como ya se ha señalado, las Administraciones Públicas desarrollan dos funciones principales en la economía: redistribuir la renta y la riqueza nacionales, mediante impuestos y transferencias, y producir servicios no destinados a la venta para la colectividad, realizando gastos de inversión y de consumo. En su función redistributiva de la renta, la política fiscal tiene efectos estabilizadores si, a través del sistema de impuestos y transferencias, consigue que la renta disponible del sector privado fluctúe en menor proporción que la renta nacional a lo largo del ciclo económico; es decir, si atenúa las fluctuaciones de la renta disponible del sector privado, contribuyendo a sostenerla en fases de recesión y a limitar su crecimiento en fases de expansión. En su función productora de servicios no destinados a la venta para la colectividad, la política fiscal tiene efectos estabilizadores si, a través de las operaciones de inversión y consumo de las AAPP, consigue que las fluctuaciones de la demanda nacional sean menores que las fluctuaciones de la demanda del sector privado a lo largo del ciclo económico, contribuyendo a sostener la demanda nacional en fases de recesión y a limitar su crecimiento en fases de expansión.

Para precisar esta noción de los efectos estabilizadores de la política fiscal puede considerarse el caso del impuesto sobre la renta personal. Este impuesto tiene un efecto estabilizador de la renta disponible (después de impuestos) si esta fluctúa en menor medida que la renta inicial (antes de impuestos). El efecto se produce cuando el impuesto es pro-

gresivo, es decir, cuando su elasticidad con respecto a la renta inicial es mayor que uno o, lo que es lo mismo, cuando el tipo medio impositivo es creciente con la renta inicial: ambas son caracterizaciones alternativas del concepto de progresividad impositiva. Cualquiera de estas dos caracterizaciones puede aplicarse al análisis macroeconómico para definir los efectos estabilizadores de los ingresos públicos sobre la renta disponible del sector privado. Por otra parte, además de afectar a la renta disponible del sector privado a través de los ingresos (y de los gastos de transferencia) públicos, la política fiscal también afecta a la demanda agregada de la economía mediante los gastos de consumo y de inversión de las Administraciones Públicas. Para definir estos efectos estabilizadores de la demanda agregada se aplica una fórmula análoga a la anterior de los ingresos: los gastos públicos en bienes y servicios tienen un efecto estabilizador de la demanda agregada si su elasticidad con respecto al producto es menor que uno o, lo que es lo mismo, si su peso con respecto al producto disminuye al aumentar este y viceversa.

Por tanto, puede formularse la siguiente definición: los ingresos públicos tienen efectos estabilizadores (neutros o desestabilizadores) si su peso en el producto es una función creciente (constante o decreciente) del producto; los gastos públicos tienen efectos estabilizadores (neutros o desestabilizadores) si su peso en el producto es una función decreciente (constante o creciente) del producto; el saldo presupuestario (ingresos menos gastos) tiene efectos estabilizadores (neutros o desestabilizadores) si su peso en el producto es una función creciente (constante o decreciente) del producto.

Formalmente, la anterior definición puede generalizarse así: sea  $V(Y)$  una función diferenciable arbitraria que expresa la dependencia de una variable cualquiera  $V$  con respecto al nivel de *output*  $Y$ . Diferenciando la función media  $(V/Y)$  con respecto a  $Y$  se obtiene:

$$d(V/Y)/dY = (V' - V/Y) (1/Y) = (-1) (V/Y) (1/Y) \quad [I.21]$$

donde  $V'$  es la derivada  $dV/dY$  y  $\epsilon = (dV/dY)(Y/V)$  es la elasticidad de  $V$  con respecto a  $Y$ . Los efectos estabilizadores de la variable  $V$  dependen del signo de la derivada [I.21]. El término  $(V' - V/Y)$  se denominará *sensibilidad cíclica* de la variable  $V$  con respecto al producto  $Y$ , y como  $Y > 0$ , los efectos estabilizadores de  $V$  dependen del signo de su sensibilidad cíclica, que es igual al producto del valor de  $V/Y$  por su elasticidad menos uno. En consecuencia, si  $V$  representa un ingreso público o el saldo presupuestario, tendrá efectos estabilizadores, neutros o desestabilizadores, según que su sensibilidad cíclica sea positiva, nula o negativa. Si  $V$  representa un gasto (público o privado), tendrá efectos estabilizadores, neutros o desestabilizadores, según que su sensibilidad cíclica sea nega-

tiva, nula o positiva. En adelante, se hablará, indistintamente, de la sensibilidad cíclica de una variable y de su efecto estabilizador.

Antes de exponer el método que se aplicará a la estimación de los efectos estabilizadores de la política fiscal es necesario hacer dos advertencias con respecto a su interpretación. En primer lugar, hay que notar que, según la definición anterior, los efectos estabilizadores de los ingresos y gastos públicos no dependen del nivel de estas variables, sino de sus variaciones relativas a las variaciones del nivel de actividad económica. En consecuencia, la capacidad estabilizadora de la política fiscal es independiente del nivel del saldo presupuestario en el promedio de los ciclos económicos. En segundo lugar, debe advertirse que, según esa definición, el efecto estabilizador de una variable es siempre relativo a las fluctuaciones observadas del nivel de actividad económica. Tal efecto no dice nada acerca de la mayor o menor amplitud de esas fluctuaciones, ni sobre su tendencia a largo plazo. Así, por ejemplo, un impuesto puede estabilizar la renta disponible del sector privado en relación con las fluctuaciones de la renta inicial, sin que ello implique la estabilización de la renta inicial a lo largo del tiempo, de la misma forma que un impuesto progresivo puede redistribuir la renta, haciendo que la distribución de la renta disponible sea más igualitaria que la de la renta inicial, sin que ello garantice que en el futuro la renta inicial se distribuirá más igualitariamente. Por otra parte, el consumo público, por ejemplo, puede contribuir a la atenuación de las fluctuaciones de la demanda agregada en el período corriente, sin afectar a las causas de esas fluctuaciones del nivel de la demanda agregada en el futuro.

Los efectos estabilizadores de la política fiscal, tal y como aquí se han definido, son una característica del equilibrio de la economía, que queda reflejada en los ajustes de las distintas variables fiscales en relación con las fluctuaciones del producto real, es decir, en una relación entre variables endógenas. Si se supone que existe una fuente exógena de inestabilidad, el equilibrio dinámico de la economía puede seguir una senda inestable o explosiva y, al mismo tiempo, la política fiscal puede tener efectos estabilizadores en cada período. Puesto que en este trabajo se pretende estudiar los efectos estabilizadores de la política fiscal en el marco del equilibrio macroeconómico, parece útil presentar un último ejemplo, completo y simple, de los efectos estabilizadores que cabría observar en un equilibrio estacionario y en un equilibrio inestable.

Considérese una economía en la que la función de consumo privado es  $C = 0,8(Y - T)$ , la de inversión  $I = 0,2Y$  y la de importaciones  $M = 0,2Y$ . Las exportaciones ( $X$ ) son exógenas, como los gastos ( $G$ ) y los ingresos ( $T$ ) públicos, que se suponen constantes e iguales ( $G = 10 = T$ ). El saldo presupuestario, por tanto, siempre estará equilibrado. Si se supone que las exportaciones fluctúan (con la renta del resto del mundo, por ejemplo)

entre 16 y 20, en torno a una media de 18, el producto de esta economía fluctuará entre 90 y 110, y aunque el saldo presupuestario tiene una sensibilidad cíclica nula, ello es resultado de unos gastos públicos con efectos estabilizadores de la demanda agregada, porque muestran una sensibilidad cíclica negativa, y de unos ingresos públicos desestabilizadores de la renta disponible del sector privado, porque muestran también una sensibilidad cíclica negativa de la misma magnitud que la de los gastos. En esta economía, las exportaciones son, por hipótesis, el elemento desestabilizador que induce los ciclos del PIB, pero el consumo privado también contribuye a desestabilizar el equilibrio, mientras que la inversión y las importaciones son neutrales y el gasto público es el único elemento estabilizador que atenúa las fluctuaciones del producto. Nótese que la variación procíclica del peso del consumo privado en el producto tiene su origen en la influencia desestabilizadora que ejerce el impuesto constante sobre la renta disponible privada, ya que la función de consumo que se ha supuesto tiene una elasticidad unitaria del consumo con respecto a la renta disponible del sector privado. Es fácil comprobar que las fluctuaciones cíclicas del PIB en torno a su media son de un 10 %, como las de la inversión y las de las importaciones, mientras que las de las exportaciones y las del consumo privado —como las de la renta disponible— son algo mayores del 11,1 %.

Para ilustrar la existencia de efectos estabilizadores de la política fiscal en una economía que sigue una senda de equilibrio inestable, el ejemplo anterior puede enriquecerse introduciendo explícitamente una estructura dinámica. La forma más sencilla de hacerlo consiste en suponer que la inversión incluye un mecanismo acelerador, del tipo que se incorpora en la siguiente función de inversión, dependiente del consumo privado desfasado:

$$I = 0,2Y + a [C - C(-1)] \quad [I.22]$$

siendo  $a$  el coeficiente acelerador y  $C(-1)$  el consumo privado del año anterior. El producto de equilibrio sigue dependiendo del valor de las exportaciones ( $Y^* = 5X + 10$ ) y no se ve afectado por la nueva forma de la función de inversión, que solo es relevante para el ajuste dinámico fuera del equilibrio, pues el coeficiente acelerador  $a$  solo entra en funcionamiento cuando el consumo corriente  $C$  es distinto del consumo del año anterior  $C(-1)$ . Con esta nueva función de inversión, el paso de un equilibrio a otro no es instantáneo o automático, sino que sigue un proceso dinámico gobernado por la ecuación en diferencias de primer orden:

$$Y = [(X+2)/(0,2 - 0,8a)] - [0,8a/(0,2-0,8a)] Y(-1) \quad [I.23]$$

La estabilidad o convergencia de este proceso dinámico depende de los valores que tengan el acelerador y el multiplicador (que en este ejem-

plo es 5), ya que se requiere que el coeficiente de  $Y(-1)$  en la expresión [I.23] sea menor que uno. Por tanto, el proceso será convergente si  $a$  es menor que 0,125, pero si  $a$  es igual a 0,125 el proceso será estable, generando un ciclo de amplitud constante en torno al equilibrio, y si  $a$  es mayor que 0,125 el proceso será divergente, generando ciclos de amplitud creciente en torno al equilibrio.

Si se supone  $a = 0,15$  y, partiendo del equilibrio inicial con  $X = 18$  e  $Y = 100$ , las exportaciones aumentan a  $X = 20$ , el nuevo equilibrio  $Y = 110$  no se podrá alcanzar, sino que la economía fluctuará en torno a este nuevo equilibrio con ciclos cada vez más amplios. Únicamente la elasticidad limitada de la oferta y el desequilibrio exterior creciente podrían acotar las fluctuaciones explosivas de la demanda agregada en este caso. Sin embargo, la inestabilidad de la demanda agregada podría atenuarse si la política fiscal consigue estabilizar las fluctuaciones de la renta disponible del sector privado, de manera que se reduzca el valor del multiplicador hasta conseguir que su interacción con el acelerador supuesto ( $a = 0,15$ ) haga convergente el proceso dinámico que gobierna el ajuste de la economía entre ambos equilibrios.

Si se cambia el sistema impositivo, sustituyendo el impuesto de cuantía fija por un impuesto progresivo del tipo

$$T = 0,2Y - 10 \quad [I.24]$$

el valor del multiplicador se reducirá hasta  $(1/0,36)$ , poco más de la mitad del anterior. El valor de equilibrio del producto será ahora  $Y = (18 + X)/0,36$ , y cuando se supone  $X = 18$ , resulta  $Y = 100$ . Cuando aumentan las exportaciones a  $X = 20$ , el nuevo equilibrio será  $Y = 105,56$ , aproximadamente, y el proceso dinámico de ajuste se regirá por la ecuación

$$Y = [(18 + X)/(0,36 - 0,64a)] - [0,064/(0,36 - 0,64a)] Y(-1) \quad [I.25]$$

y será convergente. El saldo presupuestario, que era equilibrado inicialmente, mostrará un ligero superávit en el nuevo equilibrio y registrará fluctuaciones procíclicas en el proceso de convergencia, caracterizado por ciclos de amplitud decreciente. Si se alternan en el tiempo los choques positivos y negativos sobre las exportaciones, como se había supuesto en el ejemplo inicial, la economía seguirá un patrón cíclico convergente, cuyo desarrollo puede ser muy complejo. Nótese, sin embargo, que el proceso dinámico de ajuste en esta nueva economía será divergente si el acelerador pasa a ser mayor que 0,28125. En tal caso, la política fiscal contribuye a estabilizar la renta disponible del sector privado y la demanda agregada en cada período, pero las fluctuaciones de estas variables son de amplitud creciente y siguen una senda inestable, que solo estará acotada por restricciones no incorporadas formalmente al

modelo, tales como la de oferta o la del sector exterior. Cabe concluir, por tanto, que la existencia de efectos estabilizadores en una economía en cada período no prejuzga el que esa economía siga una evolución convergente o explosiva a lo largo del tiempo.

En el análisis teórico de los efectos estabilizadores de la política fiscal se distingue con facilidad entre efectos discrecionales, que se producen como consecuencia de un cambio de las variables que controlan las autoridades (por ejemplo, la sustitución de un impuesto de cuantía fija por un impuesto progresivo, que se acaba de ilustrar) y efectos automáticos que ocurren como resultado de las fluctuaciones del nivel de actividad económica, manteniéndose constantes las variables que controlan las autoridades. No obstante, en el análisis aplicado es muy difícil, por no decir imposible, separar ambos tipos de efectos. La tesis de este trabajo es que los efectos estabilizadores de la política fiscal, sean de origen discrecional o automático, quedan reflejados en las fluctuaciones realmente observadas de las variables fiscales, en relación con las del producto, y que pueden identificarse y estimarse mediante un sencillo procedimiento estadístico, que se expone en la sección siguiente, aunque dicho procedimiento no permita conocer su origen ni su mecanismo de transmisión.

Los efectos que se estudian en este trabajo son los que producen los ajustes de las variables fiscales a corto plazo. No se analizan las consecuencias de tales ajustes sobre el crecimiento económico futuro ni sobre sus fluctuaciones, y tampoco se considera el problema de la sostenibilidad de las políticas fiscales aplicadas. En sentido amplio, se entiende que la política fiscal tiene efectos estabilizadores del ciclo económico si las variaciones observadas en los ingresos y gastos de las Administraciones Públicas contribuyen a atenuar la incidencia del ciclo económico sobre la renta disponible del sector privado y sobre el gasto agregado que se realiza en la economía nacional. Esta noción de política fiscal estabilizadora es distinta de la asociada a las intervenciones discrecionales de las autoridades para conseguir que la economía se mantenga permanentemente sobre una senda deseada.

Si la economía funcionara como un mecanismo automático, que respondiera de manera predecible a las actuaciones de política económica, sería posible no solo atenuar las fluctuaciones cíclicas, sino eliminarlas por completo. Ahora se acepta generalmente que este no es un objetivo alcanzable, y la teoría económica ha elaborado modelos que permiten entender las fluctuaciones cíclicas como una consecuencia del comportamiento racional de los agentes económicos, en lugar de considerarlas una desviación no deseada de una senda de equilibrio estable. Las fluctuaciones cíclicas del nivel de actividad económica pueden ser al mismo tiempo una propiedad de su equilibrio dinámico y, sin embargo, tener

consecuencias indeseables desde el punto de vista social o político, de la misma manera que un equilibrio competitivo puede implicar una distribución de la renta poco igualitaria con arreglo a ciertos criterios. La política fiscal puede tratar de modificar estas características poco deseables del funcionamiento de una economía siguiendo un conjunto de reglas y criterios de actuación más o menos discrecionales, que los agentes privados tendrán en cuenta como restricciones a la hora de adoptar sus propias decisiones para conseguir sus objetivos particulares. En este trabajo se intenta saber si las reglas y criterios de actuación seguidos por las autoridades en el desarrollo de sus funciones, tras combinarse con las decisiones de otros agentes económicos y con factores exógenos de todo tipo, han tenido efectos estabilizadores de las fluctuaciones realmente observadas del crecimiento económico. No se investigará aquí cuáles han sido estas reglas o criterios en cada momento, ni si su aplicación ha sido automática o discrecional: únicamente se trata de saber cuál ha sido su resultado.

### **1.9. Método de estimación de los efectos estabilizadores de la política fiscal**

Las series básicas para estimar los efectos estabilizadores de la política fiscal son las de valores corrientes de las variables que aparecen en las cuentas de las AAPP, expresadas en porcentajes del PIB a precios corrientes. Al tomar estas *ratios* como referencia se consiguen dos cosas: *a*) deflactar las magnitudes a precios corrientes de la política fiscal por el deflactor del PIB ( $v = V/p$ ), y *b*) expresar estas magnitudes deflactadas en términos de su peso con respecto al PIB a precios constantes ( $v/y$ ). En este trabajo se estimará directamente la sensibilidad cíclica de las variables, a partir de las series de las cuentas nacionales, aplicando la definición explicada en el apartado anterior. La ecuación a estimar se deduce de expresar la sensibilidad cíclica de una variable  $V$ , definida en la expresión [1.21], así:

$$d(V/Y) = (V' - V/Y) (dY/Y)$$

Para la estimación de la sensibilidad cíclica se utiliza la aproximación:

$$d(V/Y) = (V/Y) - (V_{-1}/Y_{-1}) = (v/y) - (v_{-1}/y_{-1})$$

es decir, la variable dependiente de la ecuación a estimar será la variación anual del peso con respecto al producto de la variable  $V$ , cuya sensibilidad cíclica se quiere evaluar. Puede decirse, por tanto, que la variación anual de la variable nominal  $V$ , deflactada por el deflactor del PIB ( $p$ ), y expresada en porcentaje del PIB a precios constantes ( $y$ ), es la va-



riable dependiente de la ecuación a estimar, que se considerará una función del PIB a precios constantes  $v = v(y)$ . En consecuencia, la variable independiente de la ecuación será la tasa de variación del PIB a precios constantes:

$$dY/Y = (y - y_{-1}) / y_{-1}$$

Al correlacionar la variación del peso de una variable «real» ( $v = V/p$ ) en el PIB «real» ( $y$ ) con la tasa de variación del PIB «real», se está estimando la sensibilidad cíclica real de esta variable y no su sensibilidad cíclica nominal, aunque dicha variable en términos nominales ( $V$ ) dependa del PIB nominal ( $Y$ ). Para ilustrar la diferencia entre sensibilidad cíclica real y nominal de una variable puede examinarse el efecto combinado que la progresividad del impuesto sobre la renta y la inflación ejercen sobre la estimación de la sensibilidad cíclica real de este impuesto (véase figura I.13). Supóngase que el impuesto grava la renta nominal ( $T = A + bY$ ,  $A < 0$ ,  $0 < b < 1$ ) y que esta aumenta de  $Y_0$  a  $Y_1$ , como consecuencia, en parte, del crecimiento de los precios de  $p_0$  a  $p_1$ , y en parte, del incremento de renta real de  $y_0$  a  $y_1$ . El tipo impositivo pasa de  $t_0$  a  $t_1$ . Si el impuesto gravara solamente el aumento de renta real, el tipo del impuesto pasaría de  $t_0$  a  $t_r$ , ya que la variación de la renta a precios constantes ha sido de  $p_0 y_0$  a  $p_0 y_1$ . La elevación del tipo impositivo de  $t_r$  a  $t_1$  se debe a la influencia conjunta de la progresividad impositiva y de la inflación. Si se correlacionara el aumento observado en el tipo medio del impuesto ( $t_1 - t_0$ ) con el aumento relativo de renta nominal  $(Y_1 - Y_0)/Y_0$ , se estaría estimando la sensibilidad cíclica nominal del impuesto, definido por la función  $T$ . Si se correlaciona, en cambio, con la tasa de variación de la renta real  $(y_1 - y_0)/y_0$ , se está estimando la sensibilidad cíclica real del impuesto, definida implícitamente por la recta  $T^{\text{est}}$  (1), que es mayor que la nominal, por el aumento del tipo impositivo que induce la inflación a través de la progresividad del impuesto. El peso «real» del impuesto ha pasado de  $t_0$  a  $t_1$  cuando la renta «real» ha pasado de  $y_0$  a  $y_1$ . El que se pueda explicar parte de este cambio por el efecto de la inflación, en lugar de, por ejemplo, por un cambio en la normativa del impuesto, no se tendrá en cuenta para estimar la sensibilidad cíclica real de esta variable, al igual que tampoco se distinguirá entre cambios automáticos o discrecionales de la política fiscal.

En resumen, la ecuación utilizada para estimar la sensibilidad cíclica de una variable  $V$  será del tipo:

$$(v/y) - (v_{-1}/y_{-1}) = \alpha [(y - y_{-1})/y_{-1}] + C + u$$

---

(1) La recta  $T^{\text{est}}$  es la que pasa por el punto de la recta  $t_0^*$  que corresponde al valor  $p_0 y_0$  del eje horizontal y por el punto de la recta  $t_1^*$  que corresponde al valor  $p_0 y_1$  del eje horizontal.



**ver figura I.13**

siendo  $\alpha$  el coeficiente de sensibilidad cíclica estimado,  $C$  una constante y  $u$  el término de error. Cabe esperar que tanto la variable dependiente como la independiente así definidas sean estacionarias. La principal razón para estimar directamente la sensibilidad cíclica de una variable, en lugar de su elasticidad con respecto al PIB, estriba en que dicha sensibilidad expresa la relación entre las variaciones de esta variable en porcentajes del PIB y la tasa de crecimiento real del producto y, por tanto, pueden sumarse y restarse las sensibilidades cíclicas de distintas variables, mientras que esto no es posible hacerlo con las elasticidades. Esta característica de aditividad es útil para poder expresar fácilmente las sensibilidades cíclicas de los agregados y de los saldos en función de las sensibilidades cíclicas de sus componentes, preservando la relación contable que existe entre las series originales en el marco de las cuentas nacionales y facilitando así la interpretación de los efectos estabilizadores relativos que tienen las distintas variables.

Para situar en el contexto apropiado el análisis de los efectos estabilizadores de la política fiscal, es necesario considerar los problemas del crecimiento económico y el resto de las decisiones de política económica

adoptadas por los gobiernos para enfrentarse a ellos y conseguir sus objetivos. Con esta finalidad, se describirán a grandes rasgos cuáles han sido estos problemas y cuáles las políticas de estabilización seguidas en los diferentes países estudiados. El desarrollo de los ciclos económicos está relacionado con los cambios en la estructura de la demanda, que a su vez dependen de los cambios de distribución de la renta nacional, de manera que los ajustes cíclicos de la renta y de los gastos de consumo y de inversión por sectores quedan finalmente reflejados en la relación existente entre sus capacidades o necesidades de financiación y el crecimiento de la economía. La dinámica del ciclo económico está asociada básicamente a las fluctuaciones de la inversión privada, que expande la demanda agregada en las fases de auge y la contrae en las fases de recesión. Las reacciones de los otros componentes de la demanda suelen tener una función compensadora o estabilizadora de las fluctuaciones de la inversión privada, de tal modo que el peso relativo de la inversión en la demanda nacional aumenta durante las fases de auge, a costa del peso del consumo privado y público. En la composición interna del PIB, visto desde la óptica de la demanda, cuando la expansión del peso relativo de la inversión no es totalmente compensada por la contracción del peso relativo del consumo (o del de las exportaciones, que generalmente es poco sensible a la coyuntura cíclica interior), el peso relativo de las importaciones en el producto se ajusta para cubrir la diferencia.

De manera resumida, podría decirse que las decisiones del sector privado de aumentar la inversión real en la fase de auge cíclico pueden ser financiadas aumentando el ahorro privado y público, evitando así el déficit exterior, o bien recurriendo al ahorro exterior, si el aumento del ahorro interno no es suficiente para cubrir la financiación de la inversión y, como consecuencia, la demanda nacional es mayor que el PIB y hay déficit exterior. Lo contrario ocurre en las fases de recesión, en las que la inversión privada se contrae, probablemente porque se percibe que la capacidad productiva instalada es más que suficiente para atender a la demanda observada o prevista, y entonces ya no es necesario mantener una proporción del ahorro privado y público en relación con el producto tan elevada como en la fase de auge, sino que es posible reducirla y adecuar la demanda corriente a la capacidad productiva instalada. Estos ajustes cíclicos no prejuzgan que la inversión privada o cualquier otro componente de la demanda sean la causa de las fluctuaciones del nivel de actividad económica. Aquí no se pretende investigar acerca de las causas de los ciclos económicos, sino describir cuál es la contribución de la política fiscal a su estabilización.

Para estudiar los efectos estabilizadores de la política fiscal en los principales países industrializados, se utiliza como referencia el marco contable que se expuso anteriormente. La información estadística proce-

de en su totalidad de la base de datos AMECO, de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, incluyendo las estimaciones para 1996 y las previsiones para 1997 realizadas por sus Servicios Técnicos en noviembre de 1996. Las series disponibles en la base de datos utilizada no están completamente homogeneizadas y subsisten pequeñas discrepancias entre los agregados y saldos y las sumas y restas de sus componentes. Para mantener la aditividad estricta, se ha seguido el criterio de utilizar siempre el agregado o el saldo resultante de sumar y restar los componentes, aunque las diferencias en las estimaciones realizadas siempre son despreciables. En el análisis de los efectos estabilizadores de la política fiscal en cada uno de los países estudiados se seguirá el mismo enfoque.

En primer lugar, se examinará la sensibilidad cíclica de los ingresos y gastos totales de las AAPP, así como de su saldo (capacidad (+) o necesidad (-) de financiación), mediante simples regresiones de las variaciones anuales de su peso en porcentajes del PIB a precios corrientes sobre la tasa de variación anual del PIB a precios constantes. Estas regresiones permiten valorar de forma sintética la influencia estabilizadora o desestabilizadora de la política fiscal.

En segundo lugar se estudiarán los efectos estabilizadores que las operaciones de redistribución de renta realizadas por las AAPP, a través de sus ingresos y transferencias corrientes, ejercen sobre la renta bruta disponible del resto de los sectores que integran la economía nacional. Estos efectos se identifican con la sensibilidad cíclica de las respectivas operaciones de redistribución de renta, y se estiman regresando las variaciones anuales de cada una de las variables en porcentajes del PIB a precios corrientes (o lo que es lo mismo, las variaciones del valor corriente de la variable, deflactado con el deflactor del PIB, en porcentajes del PIB a precios constantes) sobre las tasas de variación anuales del PIB a precios constantes.

En tercer lugar, se analizarán los efectos estabilizadores de las decisiones de gasto (público y privado) en bienes y servicios, en relación con las rentas brutas disponibles de ambos sectores, es decir, las decisiones de consumo-ahorro e inversión-financiación de las AAPP y del resto de sectores residentes y su incidencia en el conjunto de la economía nacional. Al igual que en el caso de las operaciones de redistribución de renta, estos efectos estabilizadores del gasto de consumo e inversión a precios corrientes de los distintos sectores sobre el gasto agregado se identifican con la sensibilidad cíclica de las respectivas variables, y se estiman regresando las variaciones anuales de estas variables a precios corrientes en porcentajes del PIB a precios corrientes (o bien, el valor corriente de la variable, deflactado con el deflactor del PIB, en porcentajes del PIB a precios constantes) sobre las tasas de variación anuales del PIB a pre-

cios constantes. Como se comprobará más adelante, la inercia que tiene la evolución de los precios o deflactores y la rigidez de los precios relativos hace que la estabilización del gasto a precios corrientes se transmita casi en su totalidad a la demanda y al producto a precios constantes. La diferencia entre la sensibilidad cíclica de un componente de la demanda a precios corrientes y a precios constantes depende únicamente de los cambios en el deflactor de ese componente relativo al deflactor del PIB. En la medida en que los precios (deflactores) fluctúen menos que las cantidades (índices de volumen) y en que no se produzcan fuertes cambios de los deflactores relativos no cabe esperar, en general, diferencias importantes en la estimación de los efectos estabilizadores de un componente de la demanda medido de una u otra forma.

En la descripción de la sensibilidad cíclica de las variables analizadas se ofrecerá siempre el mismo tipo de representación gráfica en forma de panel, compuesto por gráficos de variables que están relacionadas contablemente. Cada panel gráfico será designado según el capítulo y el número de orden en que aparece en la exposición, y los gráficos de las variables representadas llevarán su nombre y estarán dispuestos en dos columnas. En la columna de la izquierda se presentarán los valores corrientes de las variables en porcentajes del PIB a precios corrientes, con la única excepción de la tasa de variación del PIB a precios constantes. En la columna de la derecha se representarán, mediante líneas, las desviaciones con respecto a la media del período analizado de las variaciones anuales en porcentajes del PIB de esas mismas variables, que se medirán en la escala derecha, y mediante barras verticales, las desviaciones con respecto a la media del período analizado de la tasa de variación anual del PIB a precios constantes, que se medirán en la escala izquierda. La columna izquierda proporcionará una imagen de la estructura y de la evolución tendencial de las series originales de las variables estudiadas. La columna derecha dará una idea de la relación que existe entre las desviaciones que se acaban de definir, relación que se ha denominado sensibilidad cíclica de las variables. En adelante, para abreviar, se hablará de fluctuaciones de estas variables y de fluctuaciones del crecimiento para denotar esas desviaciones con respecto a las medias del período de las variaciones anuales de cada variable en porcentajes del PIB y de la tasa de variación anual del PIB a precios constantes, respectivamente.

La estimación del efecto estabilizador de una variable cualquiera se basa, como se ha dicho, en una simple regresión por mínimos cuadrados ordinarios. De esta regresión interesa estudiar el signo y la magnitud del coeficiente estimado y su estabilidad a lo largo del período muestral, así como el valor resultante del coeficiente de correlación. Las estimaciones se han realizado con el programa Eviews de MicroTSP para windows y la rutina de estimación se compone de los siguientes pasos: en primer lugar, se examinan las características más importantes de las series estu-

diadas (media, mediana, valores extremos, desviación típica, normalidad del histograma, etc.) y se comprueba su estacionariedad mediante el *test* Dickey-Fuller ampliado. A continuación, se hace la regresión por mínimos cuadrados ordinarios para hallar el valor del coeficiente de sensibilidad cíclica de la variable analizada, tal y como se definió antes, y se valora su significatividad, mediante la *t-ratio*, y la correlación con el crecimiento, a través del coeficiente de determinación ajustado. Una vez estudiada la significatividad del coeficiente de sensibilidad cíclica estimado, se analiza su estabilidad a lo largo del período muestral mediante su estimación recursiva por mínimos cuadrados ordinarios y la aplicación de los *test* correspondientes (CUSUM de los residuos y de los residuos al cuadrado, predicción del período siguiente, etc.)

Para la valoración de la significatividad del coeficiente estimado, se analizan las características de los residuos de la regresión y, especialmente, la posible existencia de autocorrelación entre ellos, mediante diversos *test* (Q, Breusch-Godfrey, ARCH). Cuando existe autocorrelación importante de primer orden (valor absoluto del coeficiente mayor que uno partido por la raíz cuadrada del número de observaciones incluidas en la estimación), que es el problema más frecuente, se trata de corregir introduciendo un término AR(1) en la ecuación inicial, con lo que esta se transforma en no lineal y se estima aplicando un algoritmo de Marquardt para mínimos cuadrados no lineales. Esta corrección es puramente estadística, pero permite comprobar si el valor del coeficiente, su *t-ratio* y la correlación que se estimaron anteriormente cambian al atenuarse la autocorrelación residual, ya que la interpretación de estos valores no se modifica. Cuando existen autocorrelaciones más complicadas entre los residuos de la regresión original, se procede de manera análoga, ya que no hay restricciones para introducir diversos términos AR y MA en la especificación de la ecuación. El objetivo de esta modelización ARMA es encontrar una representación parsimoniosa del proceso que determina los residuos, de modo que se atenúe suficientemente la autocorrelación inicial, llegando a una valoración más fiable del coeficiente de sensibilidad cíclica estimado. Sin embargo, no siempre es posible esta corrección, porque las raíces de los polinomios AR y MA tienen a veces módulo menor que uno, indicando que el proceso autorregresivo es explosivo o que el proceso de media móvil no es invertible.

La estructura de los cuadros en los que se resumirán los resultados de las estimaciones realizadas también será homogénea para los distintos países, y su numeración corresponderá al capítulo y número de orden en que aparecen. En ellos se presentará información sobre la variación media de cada variable durante el período analizado, la amplitud de sus fluctuaciones y su sensibilidad cíclica. En las dos primeras columnas de los cuadros aparecerán la media y la desviación típica de cada una de las variables depen-

dientes en las regresiones estimadas (variaciones anuales en porcentajes del PIB de los distintos ingresos y gastos públicos, componentes de la demanda, etc.), así como, en promemoria, la media y la desviación típica de la variable independiente de estas regresiones (tasa anual de variación del PIB a precios constantes en todos los casos). En la columna tercera se ofrecerán los coeficientes de sensibilidad cíclica estimados, en la cuarta las *t-ratios* de esos coeficientes, en la quinta el estadístico Durbin-Watson y en la sexta el coeficiente de determinación ajustado.

En resumen, las transformaciones de las variables que se utilizarán para el análisis y las representaciones gráficas son las siguientes: *a)* las series originales se toman de la base de datos AMECO, medidas en monedas nacionales, a precios corrientes (todas las variables) y constantes (PIB y componentes de la demanda); *b)* los porcentajes del PIB a precios corrientes de todas las variables medidas a precios corrientes (que se representarán en la parte izquierda de los gráficos de los capítulos siguientes) y los porcentajes del PIB a precios constantes de los componentes de la demanda medidos a precios constantes; *c)* la tasa de variación anual del PIB a precios constantes, que será la variable independiente en todas las regresiones; *d)* las variaciones anuales de las variables en porcentajes del PIB, que serán las variables dependientes en las distintas regresiones, y *e)* para la representación en la parte derecha de los gráficos de los capítulos III a IX, se obtienen las desviaciones con respecto a la media del período de las variables que intervienen en las regresiones: la tasa de variación del PIB a precios constantes (la variable independiente, representada por barras verticales, medidas en la escala izquierda de los gráficos) y las variaciones anuales de las distintas variables dependientes (representadas por líneas, medidas en la escala derecha de los gráficos). En los gráficos en los que aparecen los componentes de la demanda, la línea gris se refiere a las variables a precios corrientes y la línea negra a las variables a precios constantes.

## II

### **EL MARCO HISTÓRICO: CRECIMIENTO ECONÓMICO Y POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN (1960-1995)**

La caracterización de los efectos estabilizadores de la política fiscal en los principales países industrializados y en España, que se abordará en los capítulos III a IX, debe complementarse con una visión general de los problemas de crecimiento y estabilización con que se han enfrentado sus economías. Aunque los problemas específicos de cada país se tratan en la sección introductoria del capítulo correspondiente, los problemas generales que, con mayor o menor intensidad, se han manifestado en todos ellos se exponen en este capítulo.

#### **II.1. El crecimiento económico y las políticas de estabilización en los años sesenta**

En noviembre de 1961, con motivo de la primera reunión del Consejo de la OCDE a nivel ministerial, los países miembros se fijaron como objetivo aumentar su producción nacional total en un 50 % durante el decenio 1960-1970. Al establecer este objetivo, el Consejo había insistido en que un crecimiento regular y sostenido implicaba la estabilidad de precios, así como un equilibrio suficiente en los pagos internacionales. En mayo de 1970 se pudo constatar que el objetivo de crecimiento que se fijó en 1961 había sido sobrepasado, alcanzando un 55 %, equivalente a una tasa media acumulativa del 4,5 % anual aproximadamente. Entre los cambios estructurales que hicieron posible esta ola de prosperidad económica, contribuyendo también a la estabilidad del crecimiento, estaban la acelerada transferencia de mano de obra desde la agricultura hacia la industria y, sobre todo, hacia los servicios, con aumentos de productividad sin precedentes, mayores en la agricultura que en la industria y en esta que en los servicios, y el aumento moderado del peso del gasto público en el producto, que fue compatible con el mantenimiento de elevadas tasas de ahorro y de inversión.



Las proyecciones para la década de los setenta apuntaban a una aceleración del crecimiento económico hasta el 5,3 % anual, que llevaría a una expansión del PIB de la OCDE en su conjunto de entre un 65 % y un 70 % en los diez años siguientes. Sin embargo, aunque los objetivos de crecimiento habían sido alcanzados en la década de los sesenta y las perspectivas eran prometedoras, no cabía decir lo mismo de las otras condiciones fijadas en 1961: a) las fluctuaciones económicas se habían atenuado, pero aún eran una fuente de preocupación; b) la estabilidad de precios estaba muy lejos de alcanzarse; c) en el interior de cada país, los frutos del crecimiento económico se habían repartido desigualmente, persistiendo sectores y zonas geográficas de pobreza; d) había una distancia creciente entre países industrializados y países atrasados, y la ayuda a los países en desarrollo apenas había aumentado, y e) existía un desequilibrio importante en el comercio y en los pagos internacionales, que había provocado reiteradas crisis monetarias.

Las fluctuaciones del crecimiento económico tenían un origen similar en todos los países. En tanto la demanda y la producción crecían rápidamente, las autoridades dejaban proseguir libremente la expansión hasta que aparecían fuertes presiones en el mercado de trabajo, alzas de precios inaceptables y, en muchos casos, un déficit de la balanza de pagos. Se tomaban entonces vigorosas medidas para frenar el crecimiento de la demanda y se mantenían estas restricciones hasta que la producción se estabilizaba y aumentaba el paro. Luego, las autoridades daban un rápido giro a las medidas restrictivas y dejaban que la expansión volviese a comenzar. Así, se consideraba que en las fases de expansión igual que en las de recesión del ciclo económico, se adoptaban casi siempre muy tarde las medidas que requería la situación y no se las empleaba con la rapidez necesaria. Esta sucesión de «golpes de freno y acelerador» (stop and go) tenía, evidentemente, consecuencias indeseables para la planificación de las inversiones privadas y para la evolución suave de los salarios, y desviaba la atención de los responsables de la política económica de los objetivos a medio plazo hacia la intervención frecuente en la marcha de la economía. Habida cuenta de los obstáculos de carácter político e institucional que dificultaban una actuación rápida y flexible en este campo, se presentaban siempre problemas engendrados por el retraso de reacción de las autoridades.

Además de la irregularidad del crecimiento asociada a las fluctuaciones cíclicas, los otros dos problemas de los años sesenta fueron la inflación y los desequilibrios comerciales. Las tendencias inflacionistas eran cada vez más pronunciadas. Los problemas de aceleración de precios se presentaban siempre que se permitía que la expansión de la demanda desbordase la capacidad productiva instalada, o que chocara con estrangulamientos en el mercado de trabajo. Se pensaba que una manipulación más ágil y oportuna de la demanda agregada con medidas transito-

rias de política económica contribuiría sin duda a atenuar las tensiones de precios. Pero las políticas monetaria y fiscal no eran suficientes por sí mismas para garantizar la regularidad del crecimiento, por lo que los gobiernos también recurrían a otras medidas, como la política de rentas y las políticas estructurales (de empleo, regionales, sectoriales y destinadas a mejorar el juego de los mecanismos de la competencia). Sin embargo, las políticas de rentas aplicadas tampoco tenían los efectos esperados. Por una parte, mientras el nivel de la demanda se mantenía muy alto, la política de rentas se mostraba invariablemente demasiado débil para resistir a la presión de las fuerzas del mercado. Por otra parte, surgían conflictos entre la eficiencia y lo que los agentes sociales consideraban equitativo, ya que para mantener la eficiencia era necesario que algunos salarios crecieran por encima de la media recomendada o aceptable por los gobiernos, mientras los otros asalariados no querían admitir un menor crecimiento de sus retribuciones. Cuando se fijaban normas estrictas, el «deslizamiento salarial» por diversos conceptos y vías acababa por superar los límites establecidos, ya que los asalariados rechazaban casi invariablemente que los efectos de esta política se cargarán exclusivamente sobre las rentas del trabajo. Además, de forma general, los sectores en los que eran más acusados los aumentos de la productividad no toleraban ver aumentar sus rentas reales con menor rapidez que su productividad. En cuanto a las políticas estructurales, comenzaron a utilizarse con frecuencia las disposiciones encaminadas a formar o reorientar a los trabajadores de los sectores en los que crecía el paro, las políticas de protección o reestructuración de industrias en decadencia y las políticas encaminadas a mejorar el juego de los mecanismos de la competencia, con vistas a hacer desaparecer las rigideces y los desequilibrios estructurales.

Por lo que se refiere a la distribución de los frutos del crecimiento económico en el interior de cada país, se despertó una gran sensibilidad social hacia los costes de ese crecimiento en términos de polución, degradación del medio ambiente y congestión de zonas urbanas, al mismo tiempo que se esperaba mucho en las áreas de la enseñanza, la sanidad y la seguridad social. El dilema fundamental con que se enfrentaban todas las economías avanzadas era el de reconciliar un crecimiento económico relativamente estable con la provisión de una red de seguridad social para los menos favorecidos por la prosperidad global. Este difícil equilibrio habría de experimentar frecuentemente desviaciones en una u otra dirección. Después de la fase de elevado crecimiento económico de los años cincuenta y sesenta, aumentó la conciencia de que algunos grupos sociales no participaban de la prosperidad general y de que existían recursos para atender sus necesidades más inaplazables, lo cual indujo a ampliar los programas de gasto público redistributivo. Se pretendía con ello garantizar un nivel mínimo de bienestar a todos los ciudadanos,

como si fuera un derecho subjetivo que el Estado debía atender, y se aspiraba a instaurar este estado del bienestar sin detrimento de la eficiencia económica, confiando en que se mantendría el crecimiento tendencial de la productividad. Pero la experiencia de los países más adelantados sugería que estos programas, cuando se generalizaban a toda la población, tendían a producir una erosión de los incentivos al trabajo y al ahorro, tanto de los más pobres, que pasaban a depender permanentemente de las prestaciones sociales, cayendo en las llamadas trampas del paro y de la pobreza, como de los más ricos, que debían pagar tipos impositivos más elevados y trataban de eludir las cargas fiscales. Esto acababa repercutiendo en una reducción de la productividad y del crecimiento económico [Boskin (1987)].

Por otra parte, la brecha de desarrollo existente entre los países ricos y pobres también constituía una fuente de preocupación y de inestabilidad económica y política potencial, en un mundo dividido por la guerra fría, en el que muchos países habían accedido recientemente a la independencia política y se debatían entre la economía de mercado y el socialismo soviético, fomentando un nacionalismo que afirmara sus señas de identidad. La competencia entre los países industrializados por el control de los recursos naturales —especialmente el petróleo y otras materias primas—, y los precios relativos cada vez más bajos de estos recursos en los mercados internacionales, en comparación con los de las manufacturas, aumentaban la dependencia económica de las nuevas naciones con respecto a los países más ricos, frustrando sus expectativas de desarrollo. Las crisis del petróleo de los años setenta serían una manifestación dramática de esta situación de desequilibrio económico y de conflicto político.

Finalmente, también era claro que los desequilibrios que se producían en los intercambios y pagos internacionales implicaban una amenaza para el desarrollo armonioso del proceso de desarrollo económico, pues las medidas tomadas por un país o grupo de países para rectificar una situación deficitaria corrían el riesgo, si sus efectos no eran compensados por la aplicación de medidas expansivas en los países excedentarios, de desembocar en la contracción de los intercambios y de la producción globales. Durante los años sesenta aparecieron persistentes desequilibrios de pagos, que provocaron varias crisis monetarias a corto plazo de carácter especulativo. Había dos fuentes principales de estos desequilibrios: las fluctuaciones de la demanda a corto plazo, para las que se recomendaba la aplicación de una política de estabilización más sistemática, y la divergencia entre los precios interiores y los precios de exportación, para la que se sugería una mayor atención al papel de los tipos de cambio en el mecanismo de ajuste de estos desequilibrios. Las restricciones que el sistema monetario internacional de tipos de cambio

fijos imponía a las políticas nacionales eran contempladas por algunos países como un obstáculo para el crecimiento económico, y por otros, como una fuente de inflación importada. La incompatibilidad de las políticas aplicadas por los principales países industrializados entre sí y con la expansión del producto potencial en condiciones de estabilidad de precios condujeron a la crisis del sistema de Bretton Woods y propiciaron la acentuación de los desequilibrios y la desaceleración del crecimiento económico que se observaría en los años setenta.

La debilidad intrínseca del sistema de Bretton Woods, en el que el dólar pasó a ser de hecho la única moneda de reserva, había sido señalada en 1959 por R. Triffin (véase *Gold and the Dollar Crisis. The future of Convertibility*, Yale University Press, 1960, caps. VI y VII). Si la demanda de reservas crecía más rápido que el oro disponible para atenderlas, solo una oferta creciente de dólares —única moneda convertible— podría cubrir esa diferencia. Pero si los EEUU proporcionaban la liquidez necesaria al sistema, incurriendo en déficit persistentes de balanza de pagos, generarían un problema de falta de confianza a largo plazo en la convertibilidad del dólar, que propiciaría la inestabilidad del sistema y podría hundirlo. Este sería el curso de los acontecimientos en la década de los sesenta, cuyos hitos más importantes son los siguientes (véase H. James, *International Monetary Co-operation since Bretton Woods*).

A mediados de 1960, los pasivos exteriores totales de los EEUU superan por primera vez el valor de sus existencias de oro al precio oficial de 35 dólares la onza, se produce una presión alcista sobre el precio del oro en el mercado libre de Londres —que alcanzaría los 40 dólares en octubre— y se constituye informalmente el *pool del oro* (EEUU, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Holanda, Bélgica y Suiza) con el fin de mantener estabilizado el precio del oro en torno a su valor oficial. En 1964, como consecuencia del crecimiento de la economía mundial, del comercio y de los desequilibrios de balanza de pagos, la demanda de reservas aumentó mucho más rápidamente que la oferta de oro; los EEUU mantuvieron sus déficit de balanza de pagos, suministrando al sistema los dólares necesarios para su liquidez, y sus pasivos frente a las autoridades monetarias extranjeras superaron la cobertura que proporcionaba sus reservas de oro, valoradas al precio oficial de 35 dólares la onza. En los años siguientes, el problema de confianza a largo plazo en la convertibilidad del dólar se complica con problemas a corto plazo de la misma índole, suscitados al menos en parte por algunos países europeos que, como Francia, insisten en convertir sus reservas de dólares en oro, como un medio de presionar a EEUU para que eliminara el déficit de su balanza de pagos. Francia se retiró del *pool del oro* a mediados de 1967, tras convertir en oro casi todas sus reservas. La agudización de la falta de confianza se manifestó en el punto más débil del sistema, que era la libra esterlina, cuya devaluación en noviembre de 1967 dirigió las presiones

cambiarías posteriores directamente hacia el dólar. Ante la magnitud de estas presiones especulativas desatadas en los primeros meses de 1968, el *pool del oro* acuerda en marzo dejar de intervenir en el mercado libre, reservando el oro mantenido por las autoridades monetarias para transacciones entre ellas. Al mismo tiempo, declaran su intención de atajar los problemas de balanza de pagos mediante medidas fiscales y monetarias coordinadas, restrictivas en los países deficitarios y expansivas en los superavitarios, para preservar las paridades existentes.

A pesar de la relativa calma que hubo en los mercados en los años 1969 y 1970, la situación del sistema continuaba siendo de extremada fragilidad. Por una parte, los intentos de coordinación de las políticas económicas chocaban con la disparidad de prioridades de los distintos países en cuanto a los objetivos de crecimiento económico y control de la inflación. Por otra, la estabilidad de los tipos de cambio no podía sostenerse con las paridades existentes, que en relación con los desequilibrios de balanza de pagos que persistían, indicaban una infravaloración sustancial de algunas monedas —el marco y el yen, sobre todo— con respecto al dólar. Se pensaba que los flujos de capital que tendían a presionar sobre las paridades oficiales eran de naturaleza especulativa, y que no existía un desequilibrio fundamental en las balanzas por cuenta corriente que exigiera un cambio de paridades. Las diferentes posiciones cíclicas de los principales países industrializados en 1969-1971 precipitaron las políticas económicas divergentes, que acabarían arruinando el sistema de tipos de cambio fijos. Estados Unidos, Francia y el Reino Unido parecían deslizarse hacia la recesión, mientras Alemania y Japón se expandían a ritmo acelerado. En agosto de 1969 el franco francés se devalúa casi un 11 % con respecto al dólar, como parte de la política destinada a relanzar el crecimiento económico en Francia. En octubre de ese año, tras absorber una masa ingente de dólares en sus reservas, Alemania revalúa el marco en un 9,3 % con respecto al dólar. Ante la recesión de la economía americana en 1970, Nixon decide aplicar una política fiscal claramente expansiva, respaldada por la Reserva Federal, y el gobierno conservador británico sigue la misma orientación.

A comienzos de 1971 se entra en una fase de crisis aguda, caracterizada por la huida del dólar hacia monedas que se consideraban más fuertes en aquellos momentos, y provocada por las expectativas de que Estados Unidos registraría en ese año el primer déficit comercial desde 1893. En marzo, ante la falta de acuerdo entre los principales países europeos para adoptar una posición conjunta, Alemania decide dejar flotar el marco. Le sigue el florín holandés. El franco suizo y el chelín austríaco se revalúan. En agosto de 1971, Nixon decreta el abandono de la convertibilidad del dólar en oro y el establecimiento de una sobretasa a las importaciones, para intentar contener —sin éxito— el déficit de balanza de pagos. En diciembre de ese año se llega al Acuerdo Smithsoniano

para realinear las paridades, aumentando al mismo tiempo los márgenes de fluctuación de las monedas desde el 1,25 % autorizado anteriormente por el FMI hasta el 2,25 %. El dólar se devaluó de 35 a 38 dólares por onza de oro. Alemania, Bélgica y Holanda revalúan. Italia y los países escandinavos devalúan con respecto al oro, pero no con respecto al dólar. Sin embargo, estos realineamientos fueron insuficientes, especialmente la devaluación del dólar, que a principios de 1972 se cotizaba a 44 dólares por onza en el mercado libre del oro, por lo que no se produjo el esperado reflujo de fondos hacia Estados Unidos. Esos fondos continuaron especulando en los mercados europeos: en junio de ese año la libra comenzó a depreciarse en flotación libre, y en agosto el precio del oro subía a 70 dólares la onza. En febrero de 1973, Nixon anuncia su intención de devaluar el dólar en otro 10 %, desencadenando una nueva huida de la divisa americana, que elevó el precio del oro hasta 90 dólares por onza a finales de ese mes y ejerció una fortísima presión sobre las otras monedas, que hubieron de cerrar sus mercados de cambios durante dos semanas, a primeros de marzo. A partir de entonces comenzó el período de flotación generalizada de las monedas, que puso fin a casi treinta años de tipos de cambio fijos.

La crisis del sistema monetario de Bretton Woods, que había instrumentando satisfactoriamente los pagos durante la fase de crecimiento económico inmediatamente posterior a la segunda guerra mundial, fue propiciada por una expansión excesiva de la liquidez internacional en los años sesenta, como consecuencia del activismo de las políticas económicas en Estados Unidos y en otros países industrializados, que aspiraban a mantener sus economías sobre una senda de pleno empleo permanente con estímulos a la expansión de la demanda cada vez que se debilitaba el ritmo de actividad económica. Este activismo, que solo se veía coartado por las restricciones impuestas por el sistema monetario internacional a todos los países, excepto a Estados Unidos, fue incubando tensiones inflacionistas que se materializarían plenamente en los años posteriores, una vez suprimido el elemento de anclaje nominal que suponían los tipos de cambio fijos. Los precios experimentaron una aceleración sin precedentes en la década de los setenta, como consecuencia de las políticas económicas aplicadas tras el choque inflacionista y recesivo que supuso el drástico encarecimiento de los precios del petróleo en el último trimestre de 1973, y que vino a arruinar así otro de los pilares sobre los que se había sustentado el crecimiento de las economías industrializadas en las décadas anteriores: el suministro de energía abundante y barata.

## **II.2. Las crisis de los años setenta**

La larga ola de prosperidad que durante más de un cuarto de siglo experimentaron las economías de los países de la OCDE entró en crisis

tras el primer choque del petróleo, que se produjo en 1973. La nueva situación energética, con gran incidencia sobre los precios relativos, las rentas reales de las naciones y las balanzas de pagos, fue sin duda una de las causas desencadenantes de la mayor inestabilidad y del considerable deterioro de la actividad económica, en términos de los indicadores macroeconómicos convencionales, que sufrieron todos los países industrializados a partir de entonces. Los desequilibrios fundamentales se manifestaron en relación con la inflación, el paro, el déficit público, el saldo ahorro-inversión del sector privado y el déficit exterior. Pero estos desequilibrios, que se agudizaron en la década de los setenta, tenían un origen muy anterior y habían sido propiciados por las políticas económicas activistas aplicadas por los principales países industrializados.

En los años cincuenta y sesenta, la expansión del sector público fue relativamente pequeña y tuvo lugar en un entorno de estabilidad nominal y elevado crecimiento real de las economías, alimentando un gran optimismo sobre las posibilidades de la política económica, y en particular de la política fiscal, para promover y estabilizar en tasas altas el crecimiento económico sin provocar desequilibrios importantes. La opinión más común entre los economistas era entonces que la dimensión que tenía el sector público en la mayoría de las economías era inferior a la deseable y que su ampliación era conveniente para favorecer los objetivos de eficiencia, equidad y estabilidad de la asignación de recursos. Los planteamientos y los objetivos —y también los riesgos— de la política fiscal activista de los años sesenta fueron expuestos con mucha claridad por Walter W. Heller, que fue Presidente del Consejo de Asesores Económicos de Kennedy y Johnson, en su libro *Nuevas dimensiones de la economía política* (traducción en Ed. Labor, Barcelona, 1968). Según su punto de vista, a mediados de los sesenta se había llegado a una suerte de consenso entre los economistas en un punto, al menos: «... estamos de acuerdo en que la economía no puede regularse a sí misma. Ahora tenemos por seguro que el gobierno debe actuar para proporcionar la estabilidad esencial a unos niveles de empleo y crecimiento que el mecanismo de mercado, por sí mismo, no puede proporcionar» (p. 21). Esta seguridad acerca de la capacidad de la intervención pública de mejorar los resultados del mercado en cuanto a estabilidad económica se derivaba de la creencia en la aplicabilidad de las teorías keynesianas: «En la economía política, el día del hombre de Neandertal —es decir, el del hombre prekeynesiano— pertenece al pasado» (p. 25). «Nosotros, al final, aceptamos lo que se aceptó como ley hace veinte años (en la Ley de Empleo de 1946); a saber, que el Gobierno Federal tiene una responsabilidad mucho mayor en la estabilidad y el crecimiento económico de la nación. Al final, hemos empleado la política monetaria y fiscal de forma agresiva para su consecución» (p. 15). En el curso de la década de los setenta, la opinión de los economistas y de los políticos sobre las posibilidades es-

tabilizadoras de las medidas fiscales se fue tornando más pesimista, a medida que la expansión del sector público iba alcanzando un tamaño que muchos consideraban ya excesivo, y que los resultados macroeconómicos de menor crecimiento y mayores desequilibrios inducían a dudar de la eficacia de las políticas de manipulación de la demanda para mantener a la economía sobre una senda de crecimiento alto y estable.

El drástico encarecimiento del petróleo que desencadenó la recesión económica de los países industrializados también se había ido gestando durante las décadas anteriores de crecimiento acelerado del consumo energético. Desde principios de la década de los cincuenta hasta finales de los sesenta, el mercado mundial de petróleo experimentó un auge extraordinario. El incremento en la producción de crudo fue enorme: de 8,7 millones de barriles diarios en 1948 a 42 millones en 1972. Las reservas conocidas en los países no comunistas pasaron de 62 mil millones de barriles en 1948 a 534 mil millones en 1972. El aumento de reservas fue mayor que el del consumo y pasó de cubrir el consumo de 19 años en 1950 a 35 años en 1972 (Yerguin, p. 500). El consumo mundial de energía se triplicó con creces en esos años, pero el de petróleo se multiplicó por más de 5,5: se triplicó en EEUU (de 5,8 millones de barriles diarios a 16,4 millones de barriles diarios), se multiplicó por 15 en Europa occidental (de 0,97 millones de barriles diarios a 14,1 millones de barriles diarios) y por 137 en Japón (de 0,032 millones de barriles diarios a 4,4 millones de barriles diarios). Al mismo tiempo, el precio del crudo se fue reduciendo hasta hacerse muy barato, en parte como consecuencia de la presión ejercida por los países productores sobre los concesionarios de yacimientos para que ampliaran su cuota de mercado, produciendo más crudo y generando mayores rentas (pp. 541-542).

El consumo de petróleo no mostraba signos de moderarse a principios de los setenta y, a pesar de la expansión de las reservas conocidas, la capacidad de producción efectiva de crudo no aumentó al mismo ritmo que el consumo. La relación entre oferta y demanda indicaba que la época de abundancia de petróleo barato en los mercados estaba llegando a su fin. Hacia 1973 el exceso de capacidad productiva efectivamente disponible era de aproximadamente medio millón de barriles diarios: apenas un 1 % del consumo de los países no comunistas. A medida que la expansión de los años 1971 y 1972, simultánea en todos los países industrializados, hacía que la demanda de petróleo presionara contra la limitada capacidad productiva, los precios de mercado comenzaron a subir, situándose por primera vez de manera sostenida por encima de los precios oficiales. Este fue un cambio decisivo en la tendencia de los precios, que puso fin a 20 años de exceso de oferta, durante los cuales los beneficios de la explotación de los yacimientos se repartieron a partes iguales entre las compañías y los países productores. Los acuerdos más recientes —de 1970 (Trípoli) y 1971 (Teherán)— garantizaban un mínimo del



55 % a los países productores sobre los «beneficios» definidos como precio oficial menos todos los costes de las compañías explotadoras por barril de petróleo puesto en el mercado. Estos habían sido acuerdos ventajosos para los países productores, mientras los precios de mercado tendieron a situarse por debajo del precio oficial, pero dejó de serlo entre 1971 y 1973, cuando el precio de mercado del crudo se dobló, colocándose claramente por encima del oficial. Como la diferencia entre el precio oficial y el de mercado engrosaba los beneficios de las compañías, pero no las rentas de los países productores, estos empezaron a pedir una revisión de los acuerdos existentes.

La determinación de los países exportadores de petróleo de aumentar su participación en las rentas generadas, junto con el acuerdo de utilizar el crudo como arma para forzar a los países occidentales a que apoyaran los intereses árabes en el conflicto con Israel, desencadenaron la primera crisis del petróleo en el otoño de 1973. El 6 de octubre comenzó la guerra del Yom Kippur entre los países árabes (Egipto y Siria) e Israel. El 14 de octubre, la OPEP anunció que habían fracasado sus negociaciones con las compañías y el 16 los delegados de los países del Golfo Pérsico (cinco países árabes más Irán) anunciaron su decisión de aumentar el precio oficial del barril un 70 %, hasta 5,12 dólares, alineándolo con el precio que estaba vigente en un mercado dominado por el pánico de los compradores, ante la posibilidad de quedar sin abastecimiento. Además, los delegados árabes acordaron un embargo que redujera la producción un 5 % con respecto al nivel de septiembre, y que continuaría reduciéndola un 5 % adicional cada mes que pasara hasta que se satisficieran sus demandas por Estados Unidos. Los efectos del embargo sobre un mercado lleno de incertidumbre y nerviosismo fueron muy poderosos y desataron reacciones precipitadas de compañías y consumidores, que trataban de acumular existencias suficientes para garantizar la continuidad del consumo, lo que produjo nuevas subidas del precio de mercado. En esta coyuntura, los ministros de los países de la OPEP se reunieron nuevamente a finales de diciembre y decidieron fijar un nuevo precio oficial del barril de petróleo «Arabia ligero» en 11,65 dólares. Las subidas del precio oficial habían llevado desde 1,80 dólares en 1970 a 2,18 dólares en 1971, 2,90 dólares a mediados de 1973, 5,12 dólares en octubre y 11,65 dólares en diciembre de ese año (p. 625).

Junto a los problemas originados por el encarecimiento del petróleo, persistían las dificultades de coordinación de las políticas económicas de los principales países industrializados y la inestabilidad de los mercados de cambios. Hasta finales de la década de los sesenta, cuando ya el sistema monetario internacional vigente desde 1944 estaba sometido a severas tensiones y divergencias entre los principales países industrializados, que acabarían determinando su desmantelamiento, no se produjo una iniciativa ambiciosa para avanzar hacia una unión económica y mo-

netaria en Europa. Las divergencias entre los países europeos se manifestaban sobre todo en que Alemania, preocupada fundamentalmente por las entradas de capitales que recibía y que provocaban tensiones apreciatorias sobre el marco, dificultando el control de la cantidad de dinero, y por la aceleración de los precios internos que inducía la inflación importada, aspiraba a una flotación conjunta de las monedas europeas —ligadas al marco, para no perder competitividad—, que llevaría a una apreciación de todas ellas frente al dólar; mientras que Francia, más sensible a la desaceleración del crecimiento económico que atravesaba, era partidaria de mantener los tipos de cambio fijos y conseguir una revaluación del marco y del yen frente al dólar. Estas divergencias habían conducido a la devaluación del franco en agosto de 1969 y a la revaluación del marco en octubre de ese mismo año.

La Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de la CEE celebrada en La Haya en diciembre de 1969 alentó la posibilidad de avanzar hacia una unión económica y monetaria en Europa, encargando al Comité Werner un informe que especificara un plan concreto con esta finalidad. El Informe Werner apareció en 1970, recomendando que este avance se orientara hacia una coordinación más estrecha de las políticas económicas de los países comunitarios y hacia la limitación de los márgenes de fluctuación de los tipos de cambio. No hubo, sin embargo, un progreso real en esta dirección hasta que se alcanzó el Acuerdo Smithsoniano en diciembre de 1971, que trataba de restaurar el orden en el sistema monetario internacional. Entonces, los acuerdos de Basilea de abril de 1972 iniciaron la andadura por la senda que había propuesto el Informe Werner, con la creación de la que pronto sería denominada serpiente monetaria. Sin embargo, todos estos acuerdos acabarían por ser insostenibles, y el abandono definitivo del sistema multilateral de tipos de cambio fijos en la primavera de 1973 también condenó al fracaso a la serpiente monetaria europea.

Los acuerdos de Basilea obligaban a mantener una parrilla fija de paridades entre las divisas de los países participantes, de manera que los bancos centrales deberían intervenir para garantizar que las cotizaciones fluctuaran dentro de un margen del 2,25 % en torno a la paridad central. El sistema empezó a funcionar entre los seis países miembros originales del Mercado Común, a los que se unirían inmediatamente el Reino Unido, Irlanda, Dinamarca y Noruega, todos ellos candidatos entonces a incorporarse al Mercado Común. Las reglas de funcionamiento eran estrictas y las intervenciones pesarían, básicamente, sobre los países con moneda débil, cualquiera que fuese su origen, aunque se verían facilitadas por las posibilidades de crédito a corto plazo entre bancos centrales a través del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), creado en octubre de 1972. Estas bases eran muy endeble, porque Alemania, que aspiraba a un manejo incondicional de su oferta monetaria para con-

trolar la inflación interna, rehuía cualquier compromiso en los mercados de cambios que forzara la intervención del Bundesbank en defensa de monedas débiles y pusieran en peligro ese control, por lo que seguía sosteniendo que la flotación generalizada era el mejor sistema para evitar la inflación importada, aunque no se opusiera a que otras monedas se pegaran unilateralmente a la cotización del marco.

La viabilidad de los acuerdos cambiarios de Basilea fue desafiada muy pronto. Una ola especulativa contra el dólar afectó inevitablemente a la libra esterlina, que se vio obligada a abandonar el sistema a las ocho semanas de haberse incorporado, siendo seguida por la corona danesa, que se volvería a adherir en octubre. La inestabilidad cambiaria que caracterizó los últimos meses de vigencia del sistema monetario de Bretton Woods fue extraordinaria. En febrero de 1973 abandonó la lira, en marzo y en junio se revaluó el marco, en septiembre el florín y en noviembre la corona noruega. Cuando el sistema monetario internacional de tipos de cambio fijos quedó disuelto en la primavera de 1973, el margen de autonomía de la política monetaria alemana aumentó enormemente, la inflación continuaba siendo un problema importante, que se agravaría drásticamente con el encarecimiento del precio del petróleo a finales de ese año, y el Bundesbank no deseaba verse embarazado por compromisos cambiarios. La inexistencia de una coordinación suficiente de las políticas económicas, que permitiera a los mayores países europeos adoptar una orientación común en los ajustes reales y financieros que la nueva situación imponía, hizo imposible sostener los acuerdos de Basilea, y cuando el franco francés renunció a seguirlos en enero de 1974, la serpiente monetaria languideció, metamorfoseándose en un área del marco, al que permanecían adheridas las monedas de unos pocos países menores, a pesar de que Francia se volvería a incorporar en julio de 1975, para salir definitivamente en marzo de 1976.

La brusca reducción del crecimiento económico y la respuesta acomodante de la política económica produjeron un aumento sustancial del gasto público, que, en porcentaje del producto, se elevó en solo tres años más de lo que se había elevado en las dos décadas anteriores en muchos países. Como consecuencia de esta política, la situación financiera de las Administraciones Públicas se deterioró gravemente. Por otra parte, hubo una elevación general de las tasas de inflación y, en muchos casos, depreciaciones del tipo de cambio y graves dificultades de balanza de pagos. El efecto inflacionista del encarecimiento de los precios del petróleo se vio reforzado en casi todos los países por una mayor presión salarial, debida a la resistencia de los trabajadores a aceptar reducciones de salarios reales. Los incrementos de salarios que se produjeron entonces iban acompañados, además, por aumentos de las cotizaciones sociales para hacer frente a los mayores gastos de protección social que exigía la desfavorable coyuntura económica, que se destinaban no solo a

la cobertura del seguro de desempleo, sino también a atender las pensiones de jubilación anticipada y de incapacidad laboral. Ante unos incrementos de costes muy sustanciales, los márgenes empresariales se contrajeron, desanimando la inversión en capital fijo y acentuando la recesión económica y las pérdidas de puestos de trabajo. Los cambios de precios relativos, la obsolescencia tecnológica de una parte importante del capital instalado y los desplazamientos de la demanda entre sectores productivos imponían reajustes en el empleo que chocaban con una gran resistencia por parte de los trabajadores. La política fiscal respondía con aumentos del gasto público en subvenciones y transferencias de capital para mantener el empleo en los sectores afectados. Al mismo tiempo, los gobiernos dudaban acerca de la estrategia de política económica más adecuada para controlar la inflación.

La estrategia de control de la inflación podía tener costes importantes en términos de pérdida de producción y empleo, dependiendo de las expectativas inflacionistas de los salarios y de la credibilidad general de la política. Si las expectativas se formaban racionalmente y el propósito que expresaban las autoridades de eliminar la inflación era aceptado, los trabajadores habrían de esperar una paulatina reducción del ritmo de crecimiento que los salarios habían experimentado en el pasado inmediato, y entonces las pérdidas de producción y empleo serían mínimas. Pero si, como consecuencia de las experiencias anteriores, las expectativas inflacionistas de los trabajadores permanecían fuertemente arraigadas y confiaban en una relajación futura de la disciplina monetaria, la decisión política de reducir la inflación a toda costa, para no perder competitividad y no ser expulsados del comercio mundial, podía suponer un coste social elevado.

El abandono definitivo del sistema de tipos de cambio fijos en 1973 había privado a todos los países —excepto a Estados Unidos— de un ancla nominal para la estabilidad de sus economías, haciendo necesario un control más estricto de los agregados monetarios, que pasaron a considerarse un instrumento esencial para la reducción de la inflación. En los países que dieron prioridad al control de la inflación, como Alemania y Japón, la fijación de objetivos cuantitativos intermedios para la política monetaria y el mantenimiento de elevados déficit públicos provocaba la elevación de los tipos de interés y tendía a apreciar la moneda, desanimando la demanda de inversión y las exportaciones netas y reduciendo el potencial de crecimiento de sus economías. Además, la resistencia a los ajustes productivos y los altos tipos de interés realimentaban el déficit y la acumulación de deuda de las Administraciones Públicas, dando lugar a un círculo vicioso de bajo crecimiento de la actividad y del empleo y tasas de paro en aumento.

Otros países dieron prioridad al mantenimiento del empleo y adoptaron una política de ajustes graduales, huyendo así del riesgo de un co-

lapso generalizado de la actividad productiva que podría ocasionar un plan de estabilización radical. Pero este gradualismo implicaba la prolongación en el tiempo del ajuste y, por tanto, la persistencia del déficit presupuestario asociado a la situación de crisis, y planteaba el problema de su financiación a medio plazo, a elevados tipos de interés, obligando a ponderar cuidadosamente las posibles consecuencias adversas de esta financiación sobre el crecimiento de la economía, y su influencia actual sobre las expectativas de inflación, que permanecían muy arraigadas. En efecto, si el tipo de interés real de la deuda pública excede a la tasa de crecimiento real de la economía, entonces para mantener en manos privadas una cantidad fija de deuda es necesario obtener fondos de otras fuentes a fin de atender el pago de los intereses. Para una senda temporal dada de ingresos y gastos públicos, que implique un déficit sostenido, esos fondos solo pueden venir de la colocación de nuevas emisiones de deuda o de la ampliación de la masa monetaria. Como la primera fuente aparece limitada por la disponibilidad de ahorro nacional y por las condiciones para acceder al ahorro exterior, los agentes privados pueden esperar que, antes o después se recurra a mayores aumentos de la cantidad de dinero, alimentando así unas expectativas de mayor inflación en el futuro, que sin duda repercutirían en un comportamiento inflacionista en el presente. Por tanto, la estrategia de ajustes graduales no estaba exenta de riesgos, puesto que amenazaba con minar la credibilidad de la política económica propuesta, si era interpretada como falta de decisión política para atacar los problemas pendientes. A pesar de ello, la mayoría de los gobiernos se inclinaron por adoptar estrategias gradualistas, tratando de contener la inflación con políticas de rentas consensuadas con las organizaciones sindicales y empresariales y prestando más atención al control de los agregados monetarios, mientras que la política fiscal se orientaba preferentemente a sostener el crecimiento de la renta del sector privado y de la demanda agregada.

La lentitud del relanzamiento esperado de la actividad económica tras la recesión de 1975 y los desequilibrios de balanza de pagos entre los principales países industrializados, que se habían profundizado en función de las distintas prioridades otorgadas en cada uno al control de la inflación y al sostenimiento de la actividad, sugirieron la necesidad de adoptar una estrategia concertada en el marco de la OCDE para fomentar la recuperación económica. Según esta estrategia, los países con una posición exterior más saneada y con menores problemas de inflación debían expandir su demanda interna, actuando como «locomotoras» de las otras economías con dificultades de balanza de pagos y pérdidas de competitividad persistentes. Las posibles locomotoras (Alemania, Japón y, en un principio, Estados Unidos) se resistían a adoptar políticas más expansivas que iban en contra de sus prioridades, pero cuando Estados Unidos pasó de locomotora a vagón de carga, presionó

intensamente en favor de esta estrategia, lo que condujo a la adopción en 1978, tras la Cumbre de Bonn, de medidas de expansión fiscal inspiradas en el programa de acción concertada de la OCDE.

Por otra parte, en los años centrales de la década de los setenta continuaron las tensiones inflacionistas y los reajustes cambiarios, propiciados por la lentitud de los ajustes reales de las economías industriales y por las diferentes prioridades que siguieron los distintos países en sus políticas macroeconómicas. En el ámbito del Mercado Común Europeo, las fuertes variaciones en los tipos de cambio reales de los principales países amenazaban con distorsionar las condiciones de competencia y las propias reglas que regían los intercambios comerciales entre los Estados miembros. Las divergencias en las posiciones de balanza de pagos, en las tendencias inflacionistas y en las tasas de crecimiento económico eran el origen de los movimientos cambiarios. Tales divergencias entre los principales países industrializados hicieron revivir la idea de establecer un sistema monetario entre los países europeos, que contribuyera a estabilizar los tipos de cambio de sus monedas. Los incentivos de los distintos países no eran los mismos, pero convergían en este punto. Entre finales de 1972 y finales de 1977, el tipo de cambio efectivo nominal del marco se había apreciado más de un 40 % y, aunque en términos reales la apreciación fue inferior a un 10 %, la continuada debilidad del dólar —cuya cotización cayó de 2,35 marcos en junio de 1977 a 2,06 en marzo de 1978— sembraba la inquietud entre los exportadores alemanes, que pensaban que un acuerdo cambiario europeo frenaría la apreciación del marco y aliviaría sus problemas de competitividad. Por su parte, Francia, Gran Bretaña e Italia se enfrentaban con la necesidad de aplicar políticas de estabilización en sus economías, con objeto de reducir la inflación y los déficit público y exterior, y esperaban que un acuerdo cambiario con Alemania contribuiría al éxito de sus políticas económicas. Solo el Bundesbank se mantenía extremadamente reacio a comprometer con restricciones de tipo de cambio su independencia para ejecutar una política monetaria orientada exclusivamente al control de la inflación alemana. A pesar de estas reticencias, el Consejo Europeo de diciembre de 1977 aceptó la idea de que se explorara la posibilidad de establecer un nuevo acuerdo cambiario que promovía el presidente de la Comisión, William Jenkins. Sin embargo, esta idea solo cobraría la necesaria fuerza política cuando el canciller Smith tomó la iniciativa a principios de 1978, preocupado por la debilidad del dólar y por las desavenencias políticas y económicas que se habían abierto en su relación trasatlántica con la administración Carter.

La iniciativa política del canciller Schmidt para relanzar la cooperación monetaria europea a finales de 1977, que fue rápidamente secundada por Giscard d'Estaing, se basaba en una estrategia compleja, orienta-

da, por un lado, a resistir las presiones americanas sobre la política económica germana y, por otro, a limitar los efectos desfavorables que sobre el comercio exterior alemán tendría una apreciación excesiva del marco. Los elementos centrales de esta estrategia quedarían definidos en julio de 1978 en el Consejo Europeo de Bremen, que dio luz verde a la iniciación de los estudios técnicos para la constitución de un sistema de unión monetaria en la Comunidad Europea, y en la Cumbre de Bonn, donde se pactaron las medidas expansivas de política fiscal que Alemania y Japón debían adoptar y las medidas restrictivas y de ahorro energético que Estados Unidos pensaba introducir, prestando además su respaldo a la iniciativa de cooperación monetaria europea.

Los trabajos técnicos para concretar los términos de esa mayor cooperación monetaria fueron encargados por el ECOFIN de finales de julio al Comité Monetario y al Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales, con objeto de que estuvieran suficientemente avanzados para someterlos a la consideración del Consejo Europeo que debía celebrarse a finales de año en Bruselas. Los puntos de acuerdo inicial de los que participaban todos los países eran que el nuevo sistema debía especificar claramente las condiciones de realineamiento de las paridades, para dotar de flexibilidad adicional al sistema cuando ello fuera necesario, y que el éxito del nuevo mecanismo dependía de que aumentara la coordinación de las políticas económicas entre los países participantes, sin la cual los realineamientos podrían ser tan frecuentes que hicieran redundantes los acuerdos para promover la estabilidad cambiaria. No es de extrañar, por tanto, que existieran también numerosos puntos de profundo desacuerdo en torno al grado de simetría que debería tener el sistema, y en particular, a las facilidades crediticias y a las obligaciones, los límites y los procedimientos de intervención de los bancos centrales en defensa de las paridades. La interpretación más restrictiva del alcance y contenido de las iniciativas políticas para establecer el nuevo sistema provenían, como era de esperar, del Bundesbank, cuya autonomía para determinar la política monetaria alemana no quería que se viera afectada, ni directa ni indirectamente, por ningún mecanismo internacional de estabilidad cambiaria.

Los criterios del banco central alemán influyeron decisivamente en el diseño final del Sistema Monetario Europeo. El criterio fundamental era que las intervenciones cambiarias en favor de monedas débiles deberían poder suspenderse si ello ponía en peligro el control de la liquidez. Aunque se reconocía la necesidad de que hubiera ciertas facilidades crediticias en el sistema, los límites sobre ellas deberían ser estrictos, pues en otro caso amenazarían con minar la disciplina que el sistema pretendía imponer, alentando a los gobiernos —últimos responsables de las paridades de sus monedas— a defender a través de los respectivos bancos

centrales unos tipos de cambio poco realistas durante demasiado tiempo, hasta que agotaran las facilidades del sistema y, seguramente, la paciencia de los bancos centrales de monedas fuertes que se vieran obligados a intervenir en apoyo de la divisa en dificultades. El resultado fue que el Sistema Monetario Europeo nació como un mecanismo de coordinación monetaria y cambiaria asimétrico, en el que la mayor parte del peso de los ajustes necesarios para mantener la cotización de las monedas en torno a su paridad central, definida por una parrilla de tipos de cambio bilaterales, recaía sobre las divisas débiles, mientras que las obligaciones de apoyo por parte de las divisas fuertes, aunque formalmente eran ilimitadas, se encontraban condicionadas de hecho por las circunstancias específicas de cada caso. El Consejo Europeo de Bruselas aprobó en diciembre de 1978 la entrada en vigor del nuevo sistema, cuyo funcionamiento efectivo se retrasó hasta el 13 de mayo de 1979, debido a algunos desacuerdos de última hora en la adaptación de los esquemas de la Política Agrícola Común a las características del nuevo sistema monetario. Se restablecía así un vínculo cambiario entre los países participantes, que habría de tener una influencia considerable en el desarrollo a medio plazo de sus políticas fiscales.

Tras el aumento de los déficit públicos que la recesión de 1974-1975 ocasionó en la mayoría de los países industrializados, los desequilibrios acumulados no se corrigieron suficientemente en los años 1976-1978, en los que hubo una cierta recuperación del crecimiento económico, aunque sin alcanzar las tasas características de los buenos años anteriores a la recesión. La conclusión que se extrajo de esta experiencia es que se había elevado el déficit estructural, o lo que es lo mismo, que las medidas discrecionales adoptadas desde el inicio de la recesión, sobre todo por el lado del gasto público, habían aumentado permanentemente su nivel, que se mantenía elevado en porcentajes del PIB en la fase cíclica de expansión. Al mismo tiempo, preocupaba la posibilidad de que estas medidas fiscales no solo hubieran supuesto un incremento permanente del nivel de gasto público y nacional, sino que también podrían haber afectado negativamente al potencial productivo de la economía reduciendo la oferta de trabajo y, en combinación con la orientación restrictiva de la política monetaria que había dado lugar a un aumento del tipo de interés real, afectando también negativamente a la formación bruta de capital productivo, en una coyuntura en que la obsolescencia tecnológica del equipo anterior y los desplazamientos de la demanda entre sectores productivos requerían un esfuerzo inversor de especial intensidad. Un ejemplo de este tipo de medidas fiscales para combatir el paro y sostener la demanda en un período recesivo, fue la jubilación anticipada de trabajadores de sectores en declive, financiada con deuda pública, que a diferencia de los esquemas de sostenimiento de rentas, a través del seguro de desempleo, y de las políticas activas de reconversión del empleo, tenían esos



efectos permanentes de expandir la demanda y contraer la oferta, aumentando la inflación, el desequilibrio exterior, el déficit presupuestario y la deuda pública. Medidas similares en sus efectos fueron la financiación presupuestaria, mediante subvenciones y transferencias de capital, del empleo redundante en los sectores en declive.

Esta experiencia tuvo implicaciones importantes para el diseño de las políticas de estabilización, resaltando la necesidad de utilizar políticas de oferta que aumentaran la eficiencia de la asignación de recursos, a través de reformas estructurales que mejoraran los incentivos al trabajo y al ahorro y que flexibilizaran el funcionamiento de las economías. Los responsables de la política económica se volvieron más escépticos y los propios instrumentos del análisis se sometieron a duras críticas, especialmente desde la perspectiva teórica que habían proporcionado los trabajos sobre las expectativas racionales, impugnando el enfoque keynesiano de la política económica como un problema de control óptimo de un sistema mecánico, y planteándolo como un juego dinámico en el que participan agentes racionales, que reaccionan de forma estratégica y no automática a las decisiones de las autoridades.

Ambos aspectos —el escepticismo de las autoridades acerca de la eficacia de las políticas de estabilización tradicionales y las objeciones al uso de los multiplicadores keynesianos— quedaron bien recogidos en los comentarios de Lucas a un informe de la OCDE (Paul McCracken *et al.* *Towards Full Employment and Price Stability. A Report to the OECD by a Group of Independent Experts*, OECD, junio, 1977), en los que censuraba a los autores por su vaguedad e imprecisión, al tiempo que añoraba la autoridad y poderío con que Walter W. Heller había defendido en 1966 las ideas keynesianas, incorporadas en los multiplicadores del tipo de los desarrollados por Hansen, en las fórmulas para el cálculo del PNB de alto empleo, etc. En su reseña de ese informe (publicada en Karl Brunner y Allan H. Meltzer (eds.). *Policies for Employment, Prices and Exchange Rates*, vol. 11 de la Carnegie-Rochester Series on Public Policy, Amsterdam: North Holland Publishing Company, 1979, pp. 161-168) decía Lucas: «Ahora es sencillo descartar esas fórmulas como “fáciles y simples” pero pueden describirse con más propiedad como significativas y operativas. Su ventaja sobre un concepto como “la senda de recuperación considerada correcta” es que facilitan una guía cuantitativa y tienen la propiedad de que, si se les pide a dos economistas diferentes que desarrollen sus detalles, ambos llegarán aproximadamente a la misma respuesta». El informe criticado por Lucas se caracterizaba por su «eclecticismo indisciplinado» y por la ambigüedad de muchos de los conceptos utilizados, según Lucas, quien añadía: «Es un reflejo triste pero exacto de lo ocurrido en la última década, que la Parte I del Informe de la OCDE se titule: ¿Qué salió mal?... Lo que salió mal, en breve, es que la teoría

macroeconómica keynesiana fracasó... Quiero utilizar el término “teoría keynesiana” en sentido restringido, centrándome en las fórmulas cuantificables que fueron realmente utilizadas para impartir consejos de política económica, a fin de ser tan claro como pueda sobre lo que quiero decir con fracaso. La teoría fracasó en el sentido de que produjo respuestas cuantitativas que resultaron estar equivocadas. Sus premisas *centrales* de que la política monetaria podría estabilizar los tipos de interés y de que la inflación podría ignorarse en situaciones caracterizadas por altas tasas de paro resultaron ser aproximaciones a la realidad suficientemente malas como para que los multiplicadores cuya aplicación descansaba sobre ellas fueran, simple y llanamente, inútiles... En 1966, muchos creían que teníamos una teoría que podía ligar cuantitativamente la política fiscal a la evolución económica con suficiente exactitud como para que pudiera aplicarse responsablemente a la elaboración de la política económica. En 1977, sabemos que no tenemos ninguna».

### **II.3. El cambio de orientación de la política económica en los años ochenta**

La experiencia de las dificultades y limitaciones de las políticas económicas de estabilización en la década de los setenta y el nuevo enfoque de las expectativas racionales llevaron a un cambio radical de su concepción en los años ochenta. En el plano teórico, la investigación basada en la idea de las expectativas racionales había adoptado un punto de vista explícitamente dinámico en el análisis de las decisiones intertemporales de los agentes económicos, según el cual, para alcanzar sus objetivos, los agentes económicos eligen estrategias óptimas (planes contingentes para las variables presentes y futuras que controlan), tomando como dadas sus expectativas acerca de la manera en que piensan que se van a comportar los otros agentes económicos, por lo que el equilibrio de los modelos equivale formalmente a la solución de un juego en el sentido matemático. Como decía Lucas en 1980, este planteamiento volvió a situar el enfoque de la política económica en términos de las reglas estables y predecibles que debería utilizar el gobierno para conseguir sus fines, minimizando —aunque sin llegar a eliminar del todo— el margen de discrecionalidad de las autoridades («Rules, Discretion and the Role of the Economic Advisor», en S. Fisher (ed.). *Rational Expectations and Economic Policy*, University of Chicago Press, 1980).

En el terreno aplicado, la política fiscal se había dirigido generalmente en los años setenta al mantenimiento del empleo, en tanto que la política monetaria adoptaba un carácter restrictivo a fin de controlar la inflación. La combinación de ambas políticas consiguió reducir algo las tasas de inflación y de paro, pero las autoridades hubieron de contemplar, tras

la segunda grave elevación de los precios del petróleo, cómo se agravaban los problemas presupuestarios por un crecimiento sostenido del déficit, un aumento de los pagos de transferencia a los parados, un crecimiento del desequilibrio entre inversión y consumo públicos y una elevación considerable de las cargas financieras destinadas al servicio de la deuda, a causa de la insuficiencia del ahorro y del aumento de los tipos de interés. Los cambios en la orientación de la política económica que se sucedieron en el Reino Unido y en EEUU principalmente, pero también en otros países de la OCDE, se inspiraban, en parte, en la creciente desconfianza en las políticas coyunturales de ajuste fino (*fine tuning*), basadas en previsiones a corto plazo cuya falta de fiabilidad era patente, y, en parte, en el reconocimiento de la inexistencia de incentivos para la formación de capital, por la proporción cada vez mayor del ahorro privado que absorbía la financiación del déficit público, cuyo aumento sostenido durante los años setenta no era sino una manifestación de tendencias y problemas subyacentes.

Hacia finales de la década de los setenta se hizo evidente que una gran parte del deterioro de las finanzas públicas era permanente y no podía desaparecer aplicando medidas monetarias y fiscales de efectos a corto plazo. La persistencia de los desequilibrios presupuestarios en todos los países de la OCDE evidenció la necesidad de desarrollar una estrategia coherente y sistemática a medio plazo, poniendo en práctica políticas de demanda rigurosas, orientadas a promover la estabilidad macroeconómica, y políticas de oferta reformadoras, dirigidas a aumentar el potencial de crecimiento de las economías. Las tasas de ahorro y de inversión nacionales habían caído notablemente en los años anteriores, hasta alcanzar niveles que se consideraban insuficientes para garantizar unas tasas de crecimiento económico capaces de reducir el paro a medio plazo. La productividad de la economía y el ahorro privado se habían visto afectados negativamente por las elevadas tasas de reemplazamiento en las prestaciones de desempleo y en las pensiones y por los elevados tipos marginales de los impuestos sobre la renta. La inversión privada se vio influida desfavorablemente no solo por el aumento de los costes de la energía, sino también por la menor productividad y los incrementos salariales, que elevaron los costes laborales unitarios en términos reales, y por los mayores tipos de interés reales necesarios para combatir la inflación. Por otro lado, en la mayoría de los países industrializados se consideraba que los ingresos públicos absorbían una proporción muy elevada del PIB, y que no era factible aumentar el nivel de los tipos impositivos sin generar distorsiones importantes de los incentivos de los agentes privados. En consecuencia, existía un acuerdo generalizado en que la consolidación de las finanzas públicas debería perseguirse principalmente a través de la disminución del peso de los gastos públicos en el producto.

La expansión de las economías occidentales posterior a la primera crisis del petróleo alcanzaría su techo en 1979, cuando se produjo el segundo encarecimiento del petróleo, desde 13 a 34 dólares por barril. Esta segunda crisis fue desencadenada por la caída del régimen del Sha en Irán, que suspendió sus exportaciones de petróleo en diciembre de 1978 por decisión del imam Jomeini, y se desarrolló hasta el otoño de 1979 (Yerguin, p. 685). La pérdida de la producción iraní fue compensada parcialmente por el aumento de la producción en otras partes. ¿Por qué una escasez de petróleo de un 4 % o 5 % provocó un aumento de un 150 % del precio? La respuesta es el pánico que cundió entre los consumidores, debido a cinco factores: a) la presión de la demanda se esperaba que continuara debido a la expansión económica en curso; b) la ruptura de contratos con Irán afectó de manera desigual a las compañías e indujo a los compradores que quedaban cortos de abastecimiento a pujar en el mercado libre para garantizarse el abastecimiento; c) la coordinación de los gobiernos de los países consumidores fue deficiente para controlar la subida de precios, mientras que las compañías dieron prioridad a sus intereses comerciales con las subidas de precios; d) los países exportadores aprovecharon la coyuntura para elevar sus rentas, y e) la incertidumbre acerca de la posible extensión de la revolución iraní a otros países musulmanes, y en particular a Irak y Arabia Saudita, llevó a una excesiva acumulación de existencias —como había ocurrido en 1973—, agravando la escasez temporal de crudo en los mercados.

Tras las subidas que la OPEP decidió imponer a los consumidores de petróleo en 1978 y 1979, la próxima y última ronda de elevación de precios de la OPEP tendría lugar con motivo de la guerra entre Irán e Irak a finales de 1980. El segundo día de guerra, 23 de septiembre, Irak atacó la gigantesca refinería de Abadán, la mayor del mundo, y continuó bombardeando a esta y a las demás instalaciones petrolíferas iraníes hasta dañarlas gravemente. La respuesta de Irán fue similar, impidiendo prácticamente toda exportación de petróleo iraquí. En sus fases iniciales (Yerguin, p. 711), el conflicto bélico sustrajo del mercado casi 4 millones de barriles diarios: el 15 % de la producción de la OPEP y el 8 % de crudo comercializado en los países no comunistas. Los precios al contado saltaron inmeditamente hasta los 42 dólares por barril ante el nerviosismo del mercado. En diciembre de 1980, los ministros de la OPEP se reunieron en Bali y concluyeron un acuerdo para fijar el precio oficial del petróleo en 36 dólares por barril para todos, excepto para Arabia Saudita. Durante el tiempo transcurrido desde la subida de finales de 1978 los sauditas habían estado aumentando más y más su producción y sus ventas en el mercado para mantener estables los precios y contener las presiones alcistas de otros miembros de la OPEP. En la nueva coyuntura, anunció que elevaría su producción diaria en 900 mil barriles, alcanzando el límite de su capacidad. Al mismo tiempo, las tendencias del

mercado no eran tan boyantes como en 1979 y en 1973. Las existencias eran altas y la demanda estaba contrayéndose, y los productores que no pertenecían a la organización querían ganar cuotas de mercado y empezaron a reducir sus precios oficiales. Como consecuencia, la producción de la OPEP en 1981 fue un 27 % inferior a la de 1979, alcanzando su nivel más bajo desde 1970. Finalmente, en octubre de 1981, la OPEP llegó a un nuevo acuerdo para unificar los precios del petróleo de los países miembros: Arabia Saudita elevaría el suyo de 32 a 34 dólares por barril y el resto lo bajaría de 36 dólares por barril a 34. Esta sería la última elevación de precios de la OPEP, al menos durante una década.

La negativa evolución de la situación económica en todos los países industrializados desde mediados de la década de los setenta contribuyó, como ya se ha señalado, a la difusión de un mayor escepticismo en cuanto a la eficacia de las políticas de estabilización tradicionales y puso de manifiesto la necesidad de coordinar las políticas monetaria y fiscal al servicio de objetivos comunes de estabilidad macroeconómica a medio plazo. El cambio de orientación de la política económica en los años ochenta fue bastante gradual. La recesión de las economías industrializadas en los primeros años ochenta había ido acompañada de una expansión sin precedentes del gasto público, por los aumentos de las transferencias (principalmente prestaciones sociales y carga de intereses de la deuda) y del consumo público, a costa de la inversión.

Las estrategias financieras a medio plazo que fueron aplicando algunos países de la OCDE a partir de 1979 implicaban una coordinación de las políticas monetaria y fiscal con objetivos de estabilidad nominal y estímulo de la oferta productiva. La política monetaria, a la que se dio prioridad, se orientaba a reducir las tasas de inflación y a mantener moderadas las expectativas inflacionistas a largo plazo. La política fiscal debía apoyar en primer lugar esos objetivos de la política monetaria, restablecer el control del gasto y eliminar progresivamente el déficit público. Estas estrategias a medio plazo se defendían no solo por sus efectos beneficiosos sobre el crecimiento futuro, sino incluso por sus consecuencias positivas a corto plazo a través de varios mecanismos: la reducción de los tipos de interés reales estimularía la inversión y fomentaría la confianza empresarial; las menores tasas de inflación impulsarían el consumo, por un efecto de aumento de la riqueza financiera, en términos reales, de los consumidores; las reformas impositivas destinadas a favorecer la oferta sin menoscabo de los ingresos públicos incentivarían el ahorro, la acumulación de capital y la oferta de trabajo. En todo caso, se pensaba que, una vez que se hubiera reducido el déficit público a un nivel sostenible a largo plazo y que los efectos positivos sobre la oferta hubieran tenido tiempo de completarse, el juego de los estabilizadores automáticos sería suficiente para que la política fiscal atenuara las fluctuaciones

cíclicas normales del nivel de actividad económica, y que las medidas discrecionales deberían reservarse para situaciones de profunda recesión y ser fácilmente reversibles cuando se hubiera superado la coyuntura recesiva.

En la primera mitad de la década de los ochenta, las políticas de oferta que se habían ido aplicando en los países industrializados comenzaban a dar sus frutos, aunque con una lentitud mayor de la esperada. Un ejemplo adecuado es el de las políticas energéticas. Los precios que alcanzó el petróleo tras las subidas de 1978 impulsaron un cambio importante en la producción y en el consumo de energía. En el lado de la oferta, el carbón y la energía nuclear empezaron a reducir la excesiva dependencia anterior del petróleo en casi todos los países y, además, en la propia producción de crudo se volvieron rentables a 34 dólares por barril muchos proyectos de exploración y explotación que no lo eran cuando el precio permanecía fijado en 13 dólares por barril. En el lado de la demanda, las políticas de ahorro energético aplicadas por los gobiernos, las subidas de precios e impuestos y las innovaciones tecnológicas para reducir el consumo de petróleo también contribuyeron a una mayor eficiencia en el uso de la energía.

Pero fue sobre todo el escaso dinamismo de la actividad económica en los países europeos y en Japón lo que hizo que la OPEP encontrara crecientes dificultades para mantener su control del mercado mundial del crudo. En 1977 producía dos tercios del petróleo consumido por los países no comunistas. En 1982, la producción de los países no miembros sobrepasó por primera vez a la de la OPEP. En marzo de ese año, la organización, que había colocado en el mercado 31 millones de barriles diarios en 1979, fijó un límite de 18 millones de barriles, estableciendo cuotas para todos y cada uno de los países miembros, excepto para Arabia Saudita, que ajustaría su producción para sostener el cartel (Yerguin, p. 719). Aunque las cuotas pretendían ser un expediente transitorio, en el otoño de 1982 estaba claro que la demanda no se recuperaba, que los países no pertenecientes a la organización estaban ganando participación en el mercado mundial y que los precios no se sostenían. Había que reducir las cuotas. En febrero de 1983 la Compañía Nacional de Petróleos Británica redujo el precio del crudo extraído del Mar del Norte en 3 dólares por barril, fijándolo en 30 dólares. A principios de marzo de 1983, la OPEP redujo el precio oficial del barril de 34 a 29 dólares y acordó limitar la producción a 17,5 millones de barriles diarios. Era la primera bajada de precios en la historia de la organización nacida en 1960, y su estabilidad futura dependía de la honestidad con que cumplieran sus compromisos los 12 países miembros que tenían fijadas cuotas individuales y de la disposición del decimotercero (Arabia Saudita) a actuar como regulador de la oferta total.

Entretanto, las economías europeas continentales y la japonesa, que habían aumentado el rigor de las políticas de demanda tras las últimas y frustradas experiencias de expansión conjunta —como la concertada en la Cumbre de Bonn en julio de 1978— o separada —como la de la economía francesa entre 1981 y 1983—, mantenían niveles de actividad muy bajos y no se decidían a aplicar políticas de oferta tan radicales como las promovidas en Estados Unidos y en Gran Bretaña. Aunque el objetivo de estas políticas era estimular la capacidad productiva y la eficiencia en la asignación de recursos, mejorando los incentivos para los factores de producción y eliminando intervenciones y rigideces que entorpecían las actividades de los agentes privados, algunos presentaban este objetivo de medio plazo como una expectativa de resultados inmediatos, capaces de relanzar el crecimiento económico a corto plazo, como consecuencia de reducciones impositivas, liberalización de los mercados y control de la inflación, que aumentarían rápidamente el ahorro y la inversión, la oferta de trabajo y la asunción de riesgos. Tales eran las promesas de los gobiernos conservadores de Thatcher y Reagan cuando llegaron al poder en 1979 y en 1980, respectivamente. Los resultados inciertos de las políticas aplicadas en Estados Unidos y en Gran Bretaña, que combinaban una mejora en la eficiencia y en las expectativas de crecimiento a medio plazo con efectos recesivos indudables a corto plazo, aconsejaron mayor cautela al resto de los países, especialmente a los de Europa continental y a Japón, donde estas políticas se abordaron con menores pretensiones, como un intento de flexibilizar la economía y potenciar la creación de empleo mediante reformas estructurales, entre las que figuraban en lugar destacado las de los ingresos y gastos públicos.

#### **II.4. Las políticas fiscales de los últimos quince años**

En los años ochenta, la mayoría de los países de la OCDE se habían fijado como prioridad de política económica la reducción del déficit público, basada principalmente en la disminución del gasto público en porcentajes del PIB (Howard Oxley and John P. Martin. *Controlling government spending and deficits: trends in the 1980s and prospects for the 1990s*, OECD Economic Studies, Nº 17, 1991). Sin embargo, los primeros años de la década estuvieron marcados por un aumento generalizado del gasto público en relación con el PIB. Los déficit públicos efectivos aumentaron sustancialmente en el conjunto de los países de la OCDE, desde un 2 % del PIB en 1979 hasta un 4 % en 1983, mientras que los déficit estructurales estimados por el secretariado de esta organización apenas se reducían marginalmente. Las políticas fiscales aplicadas en el marco de las estrategias a medio plazo diseñadas por los distintos países tenían

efectos de signos opuestos según los casos, pero de incuestionable repercusión a corto plazo. En los Estados Unidos, la estrategia presupuestaria había estado dominada por los recortes impositivos para estimular la oferta, pero no preservaron la recaudación sino que aumentaron notablemente el déficit público, ejerciendo efectos positivos de demanda sobre el nivel de actividad, tanto de la economía americana como sobre el resto del mundo a partir de 1983, aunque también elevando los tipos de interés con repercusiones negativas sobre la inversión en todos los países. Otras economías, como Japón, Alemania y el Reino Unido, redujeron de manera importante sus déficit estructurales, mientras el conjunto de los restantes países los aumentaban ligeramente.

Sin embargo, el escaso avance en la reducción de los déficit efectivos continuaba alimentando el aumento de la deuda pública en porcentajes del PIB, los tipos de interés reales se mantenían elevados y el crecimiento real era bajo, especialmente en los países europeos, que parecían atrapados por el escaso dinamismo de unas economías muy reguladas y poco competitivas. El gasto público en el conjunto de los países de la OCDE no se empezó a reducir hasta 1984, y solo cobraría fuerza con la expansión económica de la segunda mitad de la década, aunque no llegara a descender por debajo de los niveles que había alcanzado en 1979. Esta expansión también contribuyó a que los ingresos públicos aumentaran un punto porcentual su peso en el PIB, a pesar de los efectos generalmente negativos que tuvieron sobre la recaudación las reformas fiscales introducidas. Junto a la pujanza de la economía americana, otra de las causas de la recuperación del crecimiento en Europa y en Japón fue el descenso del precio del petróleo que tuvo lugar en 1986, pero que había empezado a gestarse dos años antes.

En 1984, el sistema de cuotas en la OPEP seguía sin funcionar, a pesar de volverse más restrictivo. La organización seguía perdiendo participación en un mercado que, además, se estaba contrayendo. La violación de las cuotas establecidas se hizo más evidente. La organización contrató a una empresa internacional de auditoría para supervisar las cuentas y las cuotas. Algunos países no le facilitaron la información necesaria. Otros países recurrieron al trueque de petróleo por armas, aviones, plantas industriales, etc., contribuyendo así a inundar el mercado. A mediados de los ochenta, la OPEP se enfrentó de nuevo con la necesidad de reducir los precios. Arabia Saudita no podía seguir sosteniendo el sistema de cuotas que los otros miembros violaban frecuentemente. Los ingresos de Arabia Saudita habían sido de 119 mil millones de dólares en 1981, reduciéndose a 36 mil millones en 1984 y a 25 mil millones en 1985, mientras que el gasto público se había disparado, generando un enorme déficit presupuestario, que estaba agotando sus reservas de divisas. La situación era tan crítica que la presentación del presupuesto



se aplazó indefinidamente. Después de lanzar inútilmente numerosas advertencias, los sauditas decidieron cambiar su estrategia y pasaron de defender el precio oficial a defender su propia producción en el mercado mediante un nuevo acuerdo con las compañías, por el cual se garantizaba a estas el beneficio por barril vendido en el mercado y el excedente obtenido del precio de venta efectivo era el margen que quedaba para el país productor. Dado el peso de Arabia Saudita en la OPEP y en el mercado mundial, los otros países tuvieron que adoptar el mismo sistema. La OPEP decidió luchar por mantener su participación en el mercado mundial y eso implicaba una fuerte reducción del precio del crudo, ya que los países con mayor capacidad productiva (Arabia y Kuwait) se impusieron a los que pretendían sostener el precio en 29 dólares por barril fijando cuotas más pequeñas (Argelia, Libia e Irán)(Yerguin, p. 751).

Los precios que resultarían de la nueva estrategia eran desconocidos. El precio de referencia del West Texas Intermediate cayó desde su máximo de 31,75 dólares por barril al final de noviembre de 1985 hasta 10 dólares en los meses siguientes. En abril, el vicepresidente Bush, cuyos negocios originales eran de petróleo, comentó en su visita a Arabia que si los precios permanecían tan bajos, los Estados Unidos impondrían un derecho arancelario sobre el petróleo importado para sostener su producción nacional de crudo. Los japoneses anunciaron que seguirían ese ejemplo para proteger su programa de diversificación energética y obtener algunos ingresos extras para el Tesoro Público. Nada podría ser más desafiante a la vista de los países exportadores que contemplar cómo las rentas que ellos perdían por la caída del precio del crudo se transformaba, no en menores precios para los consumidores finales que pudieran estimular su demanda, sino en mayores ingresos fiscales para los gobiernos de los países importadores. En mayo de 1986, algunos ministros del petróleo reunidos en Arabia Saudita acordaron que un precio de entre 17 y 19 dólares por barril podría sostenerse con un nuevo sistema de cuotas, pero Arabia Saudita anunció que ya no sería su producción la única que sufriera los ajustes necesarios para sostener el precio. Finalmente, en la reunión de la OPEP en Ginebra, en diciembre de 1986, se acordó un precio de referencia de 18 dólares por barril, basado en un precio compuesto de diferentes tipos de crudo y un nuevo sistema de cuotas que sumaba un total de 17,3 millones de barriles diarios. Eso suponía 11 dólares menos por barril que el precio vigente con anterioridad, y en términos reales dejaba el precio al nivel que había alcanzado antes de la segunda gran subida de la década de los setenta, en 1978.

Esta «rebaja impositiva» de la OPEP supuso una transferencia de 50 mil millones de dólares a los países consumidores, que tuvo un impacto estimulante sobre la actividad económica en todas las economías occidentales y, en menor medida, también contribuyó a moderar las tensio-

nes inflacionistas existentes. El impulso expansivo que este descenso de precios del crudo impartió a las economías industriales, pero sobre todo a Japón y a la Europa continental, fue decisivo para consolidar una reactivación económica, que en los primeros años ochenta había sido muy modesta. Las políticas a medio plazo seguidas hasta entonces habían conseguido suficientemente sus objetivos de sanear las finanzas públicas y empresariales, elevando la rentabilidad de la inversión privada gracias a la moderación salarial y estableciendo las bases de una reactivación del crecimiento económico, que sin embargo no llegaba a consolidarse. Un instrumento básico de estos avances hacia la estabilidad nominal en los países europeos fue sin duda el buen funcionamiento que, a pesar de los realineamientos registrados, había tenido el Sistema Monetario Europeo (SME), como luego se verá más detenidamente. Sin embargo, también se acusaba al SME de ser un corsé demasiado rígido, que impedía una mayor expansión de la demanda agregada, que muchos consideraban necesaria para lograr un crecimiento económico más elevado. Por último, la falta de dinamismo y de capacidad generadora de empleo que hasta entonces habían mostrado las economías de la Europa continental se vería también sacudida por el programa de creación del Mercado Interior Único, que debía culminar, a principios de 1992, con la supresión de todo tipo de barreras a la libre circulación de personas, mercancías, servicios y capitales entre los países miembros de la Comunidad Europea. Todos estos factores contribuirían a que los años finales de la década de los ochenta fueran de un notable crecimiento económico, hasta que se produjeron las recesiones de 1991 en Estados Unidos y de 1993 en Europa y en Japón.

Entre su nacimiento en marzo de 1979 y las graves y sucesivas crisis por las que pasó a partir de septiembre de 1992, es posible distinguir dos etapas en la evolución del SME. La primera se extiende hasta 1987 y viene caracterizada por la aplicación de políticas antiinflacionistas en los países miembros y el liderazgo incuestionable del Bundesbank. Es generalmente reconocido que durante esta etapa el funcionamiento del SME fue satisfactorio y permitió una convergencia notable a la baja de la inflación en los países miembros, a pesar de los sucesivos realineamientos que sufrieron las paridades de sus monedas. A lo largo de la primera etapa, los logros del SME fueron principalmente tres (Padoa-Schioppa, pp. 69-70): preservó el comercio libre en un período difícil, promovió la convergencia macroeconómica entre los países participantes y permitió aislar a sus monedas de las posibles repercusiones diferenciales derivadas del alza del dólar. A estos logros contribuyó de manera decisiva el control de capitales que mantuvieron todos los países, salvo Alemania y Holanda, permitiendo un cierto margen de autonomía a las políticas monetarias nacionales. Sin embargo, el propio éxito del sistema en la reducción de la inflación reveló también las limitaciones derivadas de su con-

cepción asimétrica, porque la convergencia de los tipos de interés hacia los vigentes en Alemania fue menor de lo que cabía esperar.

En la segunda etapa se pondría de manifiesto la imposibilidad de co-honestar las exigencias de la libre circulación de mercancías y capitales con la autonomía de la política monetaria en un sistema de tipos de cambio fijos (Padoa-Schioppa, *op. cit.*, p. 121). Con tipos de cambio invariables y perfecta movilidad de capitales entre un número dado de países, solo existe un grado de libertad para determinar la orientación de la política monetaria que a todos afecta. Cuando hay un país hegemónico que usa ese grado de libertad para fijar un objetivo monetario propio, el resto debe aceptar las consecuencias de perseguir ese objetivo. Alternativamente, el objetivo puede fijarse de manera consensuada entre todos los países. Las autoridades francesas manifestaban un creciente rechazo de la solución hegemónica. El Bundesbank no aceptaba renunciar a la autonomía de su política monetaria para someterla a una decisión conjunta. Esta segunda etapa se inició con la aprobación del Acta Única Europea, con sus previsiones de creación de un mercado interior con libertad plena de movimientos de personas, mercancías y capitales para 1992, y se caracterizó por la presión cada vez más intensa que Francia fue ejerciendo sobre Alemania para que la orientación de la política monetaria europea fuera decidida de manera conjunta por todos los países miembros del SME, que dejaría así de ser un área hegemónica del marco, para convertirse en el embrión de una Unión Monetaria. Los acuerdos de Basilea-Nyborg, en diciembre de 1987, señalan el ecuador de este proceso de transformación del SME, que culminaría a finales de 1991 con la firma del Tratado de la Unión Europea en Maastricht y la posterior crisis del sistema.

En el curso de las negociaciones que condujeron a la firma del Tratado de la Unión Europea, se manifestaron con claridad las concepciones contrapuestas de quienes veían la unión monetaria como un paso intermedio para promover la convergencia real de las economías europeas y las de quienes pensaban que, solo tras alcanzar un grado suficiente de convergencia nominal (primero) y real (después), los países que estuvieran dispuestos a avanzar hacia una unión política podrían acometer simultáneamente el proyecto de unión monetaria. El resultado fue un compromiso entre ambas posiciones extremas, en el que se aceptaba, por una parte, que la unión monetaria era un paso necesario para promover una mayor integración social y económica entre los pueblos de Europa, pero al mismo tiempo se imponían, por otra, unas condiciones estrictas para que los países interesados pudieran participar en esa unión, bajo la forma de unos criterios de convergencia nominal para garantizar la estabilidad macroeconómica. Como era de esperar, el acuerdo no satisfizo a quienes sostenían las opiniones extremas, de manera que los criterios

de convergencia vinieron a considerarse innecesarios por unos e insuficientes por otros para allanar el camino hacia la unión monetaria que todos decían desear. La tensión entre ambas concepciones del proceso de unión monetaria permaneció larvada durante casi cinco años en el funcionamiento aparentemente satisfactorio del SME entre 1987 y 1992, que muchos veían como el instrumento idóneo para coordinar las políticas económicas y conseguir de forma casi automática una unión monetaria de facto.

A finales de los años ochenta, como consecuencia en parte de la favorable situación cíclica de las principales economías, el saneamiento de las finanzas públicas había avanzado considerablemente en la mayoría de los países industrializados, y se esperaba continuar este proceso con políticas fiscales programadas a medio plazo para alcanzar el equilibrio presupuestario. En el conjunto de la OCDE, el déficit público estaba en torno al 2 % del PIB en 1989, un nivel desconocido desde 1974: Estados Unidos estaba ligeramente por debajo del 2 %, los países europeos ligeramente por encima de esa cifra y Japón mostraba un superávit superior al 2 %. Los gastos totales habían reducido su participación en el PIB desde 1984 en los países europeos de la OCDE y en Japón, estabilizándose en Estados Unidos; mientras que la presión fiscal había aumentado tres puntos porcentuales en Japón y un punto aproximadamente en Estados Unidos, estabilizándose en los países europeos de la OCDE. El intento de someter la política fiscal a reglas más o menos vinculantes a medio plazo era un rasgo común a la mayoría de los países.

En la década de los noventa, los países industrializados encontraron nuevos obstáculos en el proceso de consolidación fiscal. Por el lado de los gastos, aunque existía un cierto margen para reducir los gastos militares, era cada vez más difícil recortar el gasto agregado, debido al peso creciente de la carga de intereses y de los programas que proporcionaban prestaciones sociales o servicios sobre la base de derechos subjetivos reconocidos en la legislación, como las pensiones o los servicios sanitarios. Por el lado de los ingresos, si no se quería elevar los tipos impositivos, la capacidad recaudatoria de los sistemas tributarios era limitada, porque las reformas aplicadas en los años ochenta ya habían ampliado las bases sustancialmente y en muchos países seguía habiendo una presión para reducir los tipos impositivos. Además, el deterioro de las finanzas públicas en los primeros años noventa tuvo un indudable componente cíclico, derivado de la desaceleración del crecimiento y de la posterior recesión que, con distinta intensidad, afectó sucesivamente a los Estados Unidos (1991), a los países europeos (1992-1993) y a Japón (1993). El desequilibrio fiscal que había en casi todos los países —excepto en Japón— al principio de la última recesión limitó el uso de la política fiscal anticíclica, pero los déficit fiscales aumentaron al entrar en fun-

cionamiento los estabilizadores automáticos y, en algunos casos, también aumentó el déficit estructural. En Estados Unidos, los ingresos permanecieron estabilizados en porcentaje del PIB, mientras los gastos aumentaban en unos tres puntos porcentuales entre 1989 y 1992. En Japón, los ingresos descendieron ligeramente entre 1990 y 1993, en parte a causa de la reforma fiscal, pero fue nuevamente la expansión del gasto la que ocasionó la desaparición del superávit presupuestario en 1993 y los déficit próximos al 3 % de 1994 y 1995. En los países de la Unión Europea, el gasto aumentó unos cinco puntos porcentuales del PIB entre 1989 y 1993, los ingresos también aumentaron algo más de un punto y, en consecuencia, el incremento del déficit público fue de casi cuatro puntos.

La persistencia de abultados déficit públicos se contemplaba desde la perspectiva del descenso de las tasas de ahorro nacional que habían experimentado todos los países desde hacía veinte años, con el paréntesis del período 1986-1989, y cuya causa principal se atribuía al desequilibrio de las finanzas públicas. La incapacidad de alcanzar un grado suficiente de consolidación fiscal en muchos países tenía graves consecuencias macroeconómicas: un nivel inferior de producción potencial a causa de la menor formación bruta de capital fijo, un menor crecimiento de la productividad, elevado peso de la deuda pública con respecto al PIB y de la carga de intereses en el presupuesto, y en un contexto de desaceleración de la actividad económica, pérdida de confianza de los agentes económicos, debida a la incertidumbre sobre el curso futuro de la política económica.

En la Unión Europea, el inicio de la recesión en 1992 dio paso a un período de gran inestabilidad cambiaria, que puso fin a la ilusión de que el SME garantizaba el éxito del proceso de unión monetaria en Europa. Los mercados parecieron creer en la solidez del proceso hasta 1992, reaccionando con cierta miopía al confiar excesivamente en la estabilidad cambiaria como antesala de la unión monetaria. La ausencia de realineamientos desde 1987 —salvo el puramente técnico de la lira, al estrechar su banda de fluctuación—, a pesar de las divergencias de inflación que se acumulaban en variaciones de la competitividad, indujeron a pensar que el SME podría ser el instrumento básico para llegar a una unión monetaria en Europa, suponiendo que la propia disciplina cambiaria sería incentivo suficiente para producir los ajustes reales en el comportamiento de los agentes privados y en las políticas de los gobiernos que se necesitaban para alcanzar la convergencia de las economías europeas en un marco de estabilidad. Este supuesto resultó ser falso. La estabilidad cambiaria fue interpretada como muestra de apoyo de los mercados financieros a algunas políticas que, en gran medida, ignoraban las condiciones para avanzar hacia la estabilidad macroeconómica y confiaban en

que la creciente movilidad de capitales permitiera financiar sin problemas los desequilibrios que tales políticas generaban.

La insuficiente disciplina y la falta de coordinación de las políticas económicas de los mayores países ante los problemas derivados de la reunificación alemana, desataron las crisis del SME, demostrando que, en ausencia de esa disciplina y cooperación, el sistema no podía garantizar por sí mismo la estabilidad cambiaria, no solo en el caso de las divisas cuyos fundamentos económicos aconsejaban un cambio de paridad, sino tampoco para las que exhibían fundamentos incluso mejores que los del propio marco alemán. Entre 1989 y 1992, las políticas fueron inadecuadas, porque se cargó exclusivamente sobre la política monetaria el objetivo de conseguir la reducción de la inflación, sin considerar que las políticas fiscales que se aplicaban podían hacer muy costosa, si no imposible, la estabilidad macroeconómica. Las políticas nacionales no estuvieron coordinadas, porque se dio prioridad absoluta a los objetivos internos, sin reparar en las dificultades que ello suponía para mantener la estabilidad de los tipos de cambio.

A pesar de las dificultades para avanzar en la consolidación fiscal en los años de escaso crecimiento económico posteriores a la última recesión, las condiciones para reducir el déficit público han sido más favorables que las existentes a principios de los años ochenta en un aspecto al menos, ya que las menores tasas de inflación en muchos países proporcionaban un mayor margen de flexibilidad a la política monetaria para apoyar la recuperación de la actividad. Ya desde que se pusieron de manifiesto los síntomas de la recesión y empezaron a ceder las presiones inflacionistas, se instrumentó una política monetaria más expansiva y los tipos de interés bajaron significativamente, y luego, a medida que la política fiscal ha ido haciéndose más restrictiva, se han producido nuevos descensos de los tipos de interés.

En los años centrales de la década de los noventa, la recuperación sucesiva del crecimiento económico en Estados Unidos, en los países europeos y en Japón ha permitido reiniciar el proceso de saneamiento de las finanzas públicas, con el objetivo de alcanzar y mantener el equilibrio presupuestario a medio plazo. Los programas plurianuales de consolidación fiscal contienen orientaciones generales que limitan el margen de discrecionalidad de las autoridades en todos los países, pero el grado de restricción efectiva que estas orientaciones suponen para las políticas fiscales de los distintos países es muy diferente (véase FMI. *World Economic Outlook*, mayo, 1996, cap. III; y OCDE. *Economic Outlook*, diciembre, 1996). En Estados Unidos y en Japón no parece haber aumentado esa restricción con respecto a los programas que se fueron aplicando en la década de los ochenta y que no resultaron tan eficaces como se había previsto. Pero en los países de la Unión Europea, la exi-

gencia de cumplimiento de unos criterios estrictos de saneamiento de las finanzas públicas para poder participar en la Unión Económica y Monetaria ha supuesto una limitación muy efectiva a la discrecionalidad de las autoridades en los últimos años.

En la actual fase alcista del ciclo se acepta generalmente que es esencial evitar los errores de política económica de los años ochenta y que, a medida que se afirme la recuperación, la política monetaria deberá adoptar una orientación más neutral y que la política fiscal habrá de seguir aplicando y reforzando los planes de reducción de los déficit presupuestarios, ya que a medio plazo eso hará que se mantengan bajos los tipos de interés, que aumente el producto potencial, al liberarse recursos para el sector privado, y que el sector público esté en mejores condiciones para afrontar los problemas presupuestarios a más largo plazo, como los derivados del envejecimiento de la población, al igual que las eventuales necesidades de estabilización económica ante recesiones futuras. También existe un amplio consenso sobre la conveniencia de sanear las finanzas públicas mediante recortes permanentes de los gastos, especialmente en los programas que presentan problemas de sostenibilidad a largo plazo. Sin embargo, la presión política de los grupos de interés dificulta enormemente la realización de las reformas legales necesarias para frenar el aumento de estos gastos. Tales dificultades han llevado a proponer fórmulas nuevas para hacer posibles los cambios, reforzando la disciplina presupuestaria mediante reglas que van desde el establecimiento de una norma constitucional para equilibrar el presupuesto (Estados Unidos), hasta los pactos de estabilidad (Unión Europea) o las leyes de responsabilidad fiscal (Nueva Zelanda).

Sin embargo, junto a estos puntos, en los que hay coincidencia en los planteamientos de la política económica (orientación a medio plazo, estabilidad de precios y saneamiento de las finanzas públicas como objetivos prioritarios de las políticas monetaria y fiscal, flexibilización de los mercados y reformas estructurales como condiciones para aumentar el crecimiento potencial de las economías), subsisten otros muchos puntos de desacuerdo entre los economistas. En el área de la política fiscal, se discute la eficacia de su función estabilizadora de las fluctuaciones cíclicas y el margen de discrecionalidad de que deben disponer las autoridades para desarrollarla. Se admite que los aumentos transitorios de los déficit públicos en porcentajes del PIB, en torno a un nivel medio constante —que debería determinarse con criterios de eficiencia y equidad intergeneracional en la distribución de las cargas tributaria y de la deuda pública—, pueden ser convenientes para mantener una estructura estable de impuestos y gastos, absorbiendo parte del impacto de choques extraordinarios, como el que supuso la reunificación alemana, y atenuando las fluctuaciones cíclicas normales a través de los estabilizadores

automáticos. Pero se desconfía del uso discrecional de las medidas fiscales de corto plazo para conseguir un ajuste fino del nivel y de la estructura de la demanda agregada. Al mismo tiempo, se acepta la conveniencia de establecer reglas que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, limitando la discrecionalidad de las autoridades, pero se reconoce la necesidad de que los gobiernos tengan un margen de maniobra suficiente en el corto plazo, para reaccionar ante choques imprevistos. La estimación de la magnitud de los efectos estabilizadores que la política fiscal ha tenido en los principales países industrializados a lo largo de las últimas décadas es un dato relevante para discutir estas cuestiones. En los capítulos siguientes se presenta esta estimación.



### III

## ESTADOS UNIDOS

### III.1. Crecimiento económico y políticas de estabilización

El crecimiento y las fluctuaciones de la economía mundial y los enfoques adoptados por la política económica durante las últimas décadas han estado muy influenciados por el peso dominante de la economía americana y por su liderazgo en la coordinación internacional de las políticas económicas. El objetivo del nuevo enfoque de la política económica que se instaló en la Casa Blanca en 1961, con la llegada de Kennedy, y que influyó poderosamente en las orientaciones de la política económica de todos los países, era eliminar las fluctuaciones cíclicas, manteniendo el crecimiento económico efectivo tan cerca del potencial como fuera compatible con la estabilidad de precios. Se trataba de erradicar la «mentalidad cíclica», que, a juicio de los asesores del Presidente, constituía una barrera para el pleno empleo, porque solamente consideraba posible que la política económica atenuara las fluctuaciones, pero no que las impidiera (véase Tobin. *The New Economics One Decade Older*, Princeton University Press, Princeton, 1972, pp. 7-9). Sin embargo, la política fiscal expansiva que en aquellas circunstancias recomendaban los asesores del Presidente no fue adoptada de inmediato, porque no se trataba de prevenir una recesión, sino de estimular una expansión económica en marcha. Tampoco se llevó a cabo mediante un aumento del gasto público, que era la opción preferida por los asesores, porque la oposición política a financiar con deuda este aumento lo impedía, sino que adoptó la forma de una rebaja impositiva, que compensara el aumento automático de la presión fiscal resultante de la progresividad del impuesto sobre la renta.

Como consecuencia de esta política fiscal activista se produjo una importante caída de los ingresos en porcentajes del PIB en 1964, cuando el crecimiento económico se estaba acelerando. En cambio, los gastos actuaron de elemento compensador —tal y como había prometido el Pre-

sidente para conseguir que el Congreso aprobara la rebaja impositiva—, aunque no lo suficiente para evitar un pequeño aumento del déficit en 1964, que se compensó el año siguiente. La expansión de la economía americana tendió a acelerarse durante la primera mitad de la década de los sesenta, desarrollando entre 1961 y 1966 una tasa media de crecimiento cercana al 5 %. Sin embargo, en los cuatro años siguientes, el crecimiento se desaceleró, la tasa media de aumento del PIB se redujo a la mitad y la década concluyó con la recesión de 1970. En el promedio de la década, el crecimiento fue del 3,8 % y su desviación típica del 1,9 %, lo que suponía unos resultados considerablemente más brillantes que los de la década anterior, aunque no llegaran a colmar las aspiraciones de la «nueva economía» que preconizaban los asesores económicos del Presidente.

El papel de la política económica en el impulso al crecimiento durante los primeros años de la década y en la presión inflacionista que lo siguió ha sido objeto de grandes debates entre keynesianos y monetaristas. Para los keynesianos (véase R. J. Gordon, en Feldstein, 1980, pp. 102 y 131), la rebaja impositiva de 1964, junto con otros estímulos fiscales anteriores, tuvo el mérito de llevar la economía al pleno empleo, mientras que los incrementos del gasto público en la guerra de Vietnam y en los programas de la Gran Sociedad implementados por la administración Johnson fueron los causantes de la aceleración de los precios. La política monetaria fue acomodante, pues mantuvo el tipo de interés aproximadamente estable, dejando crecer la oferta monetaria con la demanda, pero una política más restrictiva, incluso manteniendo constante la cantidad de dinero en relación con el PIB potencial, no habría colapsado la expansión económica. La interpretación de los monetaristas es diferente por completo. La expansión económica no causó, sino que fue causada por el aumento de la cantidad de dinero. Conceden que este aumento tuvo lugar con motivo de los déficit públicos, pero argumentan que sus efectos habrían sido los mismos si la razón para aumentar la cantidad de dinero hubiera sido otra. El leve incremento del tipo de interés se debió, según ellos, a la financiación del déficit, al incremento de la inversión y a las expectativas inflacionistas (véase Tobin, *op. cit.*, pp. 64-65).

Sea cual fuere la interpretación más acertada del origen de la expansión económica, la inflación creciente que la acompañó, que los monetaristas atribuyen a la aceleración de la cantidad de dinero desde principios de la década de los sesenta y los keynesianos al bajo nivel de paro alcanzado posteriormente, fue un serio golpe para la reputación de la «nueva economía», porque el público había concebido grandes expectativas sobre las promesas de pleno empleo, crecimiento sostenido y estabilidad de precios, y luego se sintió defraudado. Según Tobin (*op. cit.*, pp. 34-36), las cosas empezaron a torcerse en 1965, cuando el Pentágono no informó al Consejo de Asesores Económicos, ni a la Oficina del

Presupuesto ni al Tesoro, de lo rápidamente que estaba adjudicando contratos y gastando dinero. Aun así, el Consejo de Asesores Económicos recomendó al Presidente que anunciara aumentos impositivos y los introdujera ya en el presupuesto de 1966, pero Johnson temía que el Congreso recortara el gasto en sus programas de la Gran Sociedad, en lugar de elevar la presión fiscal. Entonces el peso del ajuste recayó sobre la política monetaria, que demostró su capacidad restrictiva con cierto retraso, pero convincentemente, sometiendo a la economía al episodio del «aplastamiento del crédito» a finales de 1966, que redujo en 1967 a la mitad (2,9 %) la tasa de crecimiento económico del año anterior. En 1966-1967 se produjo una fuerte elevación del gasto público, mientras que los ingresos, que se habían recuperado significativamente en 1966, perdieron su impulso al año siguiente. A partir de ese momento fue cuando se desarrolló con mayor intensidad la política de «freno y acelerador».

Mientras la Casa Blanca y el Congreso dudaban si subir los impuestos o no, la moderación del crecimiento en 1967 levantó el clamor de los sectores más afectados por las restricciones crediticias, que acusaban a la Reserva Federal de provocar la recesión. Los gobernadores decidieron la salida más sencilla: darle un giro expansivo a la política monetaria, y, al hacerlo, sentaron un precedente que habría de acomodar la inflación cada vez mayor que persistiría hasta principios de la década de los ochenta, porque los intentos ulteriores de reducir el crecimiento monetario para controlar la inflación provocaban críticas airadas e inmediatas de quienes se consideraban perjudicados, y esas protestas inducían a la Reserva Federal a abandonar su política antiinflacionista demasiado pronto. Pero también la política fiscal incurrió en un mayor activismo y las medidas que para unos eran ejemplo estabilizador de ajuste fino, como la retirada o puesta en vigor sucesivamente de los incentivos fiscales a la inversión (Tobin, *op.cit.*, p. 35), para otros solo conseguían distorsionar las decisiones de inversión y desestabilizar la demanda agregada.

La necesaria subida de impuestos para hacer frente al crecimiento de los gastos no se aprobó hasta junio de 1968 y, según el juicio casi unánime de los analistas, resultó un fracaso sin paliativos, que contrasta con la opinión generalmente favorable que merece la rebaja impositiva de 1964. La Ley de Ingresos y Control del Gasto de 1968 (*Revenue and Expenditure Control Act*) introdujo un recargo del 10 % en las cuotas líquidas de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de las sociedades, anunciando que sería suprimido un año después, por lo que se considera que, al no afectar a la renta permanente de los consumidores de manera sustancial, no tuvo un efecto apreciable sobre las decisiones de consumo. Antes al contrario, el temor a que fuera demasiado deflacionista aconsejó a la Reserva Federal relajar algo más su política monetaria, contribuyendo así a la expansión nominal de la demanda agregada, que ya era muy intensa, y a la aceleración de los precios, lo

que condujo a que el aumento de los ingresos totales en 1968-1969 fuera muy sustancial en relación con la situación real de la economía americana, que mostraba una tendencia de crecimiento desacelerado.

El crecimiento excesivo de la demanda nominal, la inflación y la pérdida de competitividad llevaron a un progresivo deterioro del superávit por cuenta corriente de la economía americana durante la década de los sesenta. Si a ello se añaden las inversiones en el exterior, la balanza de pagos americana mostraba una clara tendencia deficitaria, que minaba la fortaleza del dólar, fomentando la inestabilidad del sistema monetario internacional. Este sistema, que se había concebido en Bretton Woods como un sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables, funcionó de hecho con una gran rigidez. La posición privilegiada que ocupaba el dólar, como única moneda de reserva del sistema, permitía a Estados Unidos financiar sus déficit exteriores con moneda nacional, aunque bajo la restricción de mantener su convertibilidad en oro, como ancla del sistema. El fuerte incremento de la cantidad de dinero en Estados Unidos durante la década de los sesenta, la aceleración de los precios y la tendencia al déficit exterior debilitaron al dólar, fomentaron movimientos especulativos de capital y estimularon la expansión monetaria en otros países, al engrosar sus reservas con dólares que habían sido utilizados, en buena parte, para la financiación de las inversiones americanas en estos países.

Después de que Nixon ganara las elecciones en 1968 y una vez disipados los temores sobre los efectos recesivos del aumento de impuestos transitorio de ese año, la Reserva Federal decidió que era el momento de pisar nuevamente el freno monetario para combatir la inflación. A finales de 1969, el crecimiento de la cantidad de dinero (M2) se redujo hasta el 2 %, la demanda agregada dejó de crecer y en 1970 la economía americana entró en recesión. La política tributaria también tuvo una orientación restrictiva en 1969, ya que se eliminó la deducción del impuesto de sociedades para las inversiones en construcción, se prorrogó el recargo impositivo hasta finales de 1969, y luego hasta mediados de 1970 (aunque en esta segunda prórroga el recargo se redujo al 5 %), y se elevaron las cotizaciones sociales. Por el lado de los gastos, la brusca aceleración que habían registrado en 1966-1967 se frenó en 1968 y se invirtió en 1969, cuando cayeron 0,3 puntos porcentuales del PIB, contribuyendo también a empujar a la economía americana hacia la recesión.

La década de los setenta, en la que se produjeron los dos choques del petróleo, cuyo precio se elevó drásticamente en 1973 y en 1978-1979, provocando efectos recesivos e inflacionistas al mismo tiempo en la economía mundial, se conoce como la década de la estanflación, porque las dos recesiones asociadas a esos choques y la aceleración generalizada de precios que tuvo lugar en la primera mitad de esa década re-

dujeron sustancialmente el crecimiento económico en el promedio de los diez años y aumentaron mucho el nivel de precios. Sin embargo, la opinión de la mayoría de los analistas es que ambas recesiones fueron inducidas deliberadamente por las autoridades, al intentar controlar la inflación que la propia política económica había alentado antes (véase Tobin: «Stabilization Policy Ten Years After», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1980, p. 21).

Desde la perspectiva keynesiana, los principales acontecimientos de la década fueron de tres tipos: la apertura e integración crecientes de la economía americana en el exterior, la ruina del sistema monetario internacional instaurado en Bretton Woods y su sustitución por una flotación de los tipos de cambio con intervenciones no coordinadas de las autoridades de los distintos países, y, finalmente, el predominio de los choques de precios, de oferta y demanda, distintos de los originados por la política económica y por el sector industrial interno (Tobin, p. 26). De hecho, en la interpretación keynesiana de estos acontecimientos, la política fiscal tuvo, en general, una influencia estabilizadora en los años setenta, pues los estabilizadores automáticos atenuaron las dos recesiones, particularmente la severa caída de la actividad en 1974-1975, y las políticas contracíclicas activas promovieron las dos recuperaciones subsiguientes (Tobin, p. 54). El análisis de la sensibilidad cíclica de las variables fiscales en estos años respalda parcialmente esta opinión. Es discutible si la política fiscal contribuyó positivamente a las recuperaciones de la economía americana, pero parece indudable que tuvo efectos estabilizadores, atenuando tanto las recesiones como las expansiones.

Desde el punto de vista de los que criticaban el excesivo activismo de la política económica, tales intervenciones tenían efectos perturbadores sobre las decisiones de los agentes privados y entorpecían más que facilitaban la recuperación de una senda de crecimiento estable y no inflacionista. A pesar de que el prestigio de que había gozado anteriormente la política fiscal para regular la demanda agregada había disminuido mucho a comienzos de la década de los setenta, la administración Nixon no la abandonó por completo. De hecho, cuando la salida de la recesión de 1970 parecía incierta en 1971, el Consejo de Asesores Económicos utilizó el ya familiar concepto del saldo presupuestario de pleno empleo para persuadir al Congreso de la conveniencia de ampliar los programas de gasto. Una pequeña rebaja impositiva, aprobada a finales de 1971, reforzó esta orientación más expansiva de la política fiscal, complementando el estímulo que estaba ejerciendo la política monetaria sobre la demanda. El peso de los gastos públicos totales en el PIB evolucionó en sentido contracíclico, ejerciendo una influencia estabilizadora sobre la renta disponible del sector privado y sobre la demanda agregada, al caer casi un punto porcentual del PIB en la fase de aceleración del crecimiento económico de los años 1972-1973 y aumentar casi tres puntos por-

centuales del PIB en la fase recesiva de 1974-1975. En cambio, el aumento de los ingresos totales obtenidos a través de los impuestos sobre la renta en 1974 tuvo un efecto desestabilizador, que cambió de signo en 1975.

También el presidente Ford, como Nixon cuatro años antes, implementó una política fiscal expansiva, tras decidir presentarse a las elecciones. En enero de 1975, Ford pidió una reducción de impuestos, y para marzo el Congreso decidió cooperar con el presidente aprobando la Ley de Reducción Impositiva de 1975, que establecía una rebaja del 10 % en los impuestos sobre la renta personal ganada en 1974, hasta un máximo de 200 dólares por familia, una bonificación de hasta 50 dólares para los perceptores de prestaciones sociales y una reducción adicional en los impuestos de 1975. Los efectos de estas medidas comenzaron a producirse en el verano de ese año y, según R. J. Gordon (*op. cit.*, p. 154), fueron positivos tanto por su oportunidad como por su magnitud. El análisis de los efectos estabilizadores de la política fiscal que luego se expondrá revela, sin embargo, que la magnitud de los recortes en el impuesto sobre la renta fue excesiva, teniendo en cuenta la desaceleración que se estaba observando en el resto de los ingresos públicos. En comparación con la sensibilidad cíclica de los ingresos totales en el conjunto del período 1967-1995, la caída de 1975 produce un residuo negativo de magnitud comparable al de 1964, siendo ambos los más destacados de la muestra. Otras consecuencias indeseables de las políticas económicas aplicadas para sostener la demanda, en un intento de contrarrestar lo que en realidad eran perturbaciones de oferta, fueron la aceleración de la inflación y el debilitamiento del dólar.

En los ejercicios posteriores, el rápido aumento de las rentas monetarias, causado tanto por el crecimiento económico real como por la inflación, produjo el deslizamiento fiscal de los contribuyentes hacia tramos de renta o base imponible con tipos más altos. En opinión de Feldstein, este efecto de la inflación propició la aceptación política de las reformas tributarias de la década siguiente (véase M. Feldstein. «American Economic Policy in the 1980s: A Personal View», en *American Economic Policy in the 1980s*, University of Chicago Press, 1994, pp. 5 y 17). El Congreso trató de suavizar este deslizamiento con nuevos recortes de impuestos, a pesar de lo cual el déficit continuó reduciéndose, y al terminar la década de los setenta se divisaba la posibilidad de alcanzar el equilibrio presupuestario. En 1977 se frenó el aumento de los ingresos totales en porcentajes del PIB que había impulsado la recuperación económica de 1976, y en los años siguientes se registraron aumentos de 0,3 puntos porcentuales por año, aproximadamente, con independencia de la coyuntura económica, que fue expansiva en 1977-1978 y se desaceleró en los dos años siguientes, hasta la pequeña recesión de 1980. En contraste, el peso de los gastos públicos en el PIB siguió evolucionando contra-

cíclicamente, cayendo en 1976-1978 y subiendo rápidamente en 1979-1980.

La debilidad del dólar tenía su origen en el deterioro de la balanza de pagos americana, que había comenzado bajo la administración Ford como consecuencia del encarecimiento del petróleo, adquiriendo dimensiones preocupantes posteriormente, debido a las políticas expansivas aplicadas para sacar a la economía americana de la recesión de 1974-1975 y a la ausencia de medidas eficaces para aumentar el ahorro de energía. La administración Carter parecía poco dispuesta a sostener la cotización de la divisa americana, y la masa ingente de dólares que inundaba los mercados internacionales, procedente en parte de los ingresos de los países productores de petróleo, presionaba al alza la cotización de las divisas que se consideraban más sólidas —el franco suizo, el marco y el yen, fundamentalmente—, e incluso la libra esterlina tendía a apreciarse con respecto al dólar, por la importancia de la City londinense en la intermediación financiera mundial. Al mismo tiempo, y como consecuencia también del déficit de la balanza americana y de los superávits de Alemania y Japón, estos países estaban sometidos a la presión de sus socios comerciales para que adoptaran una política económica más expansiva, que contribuyera a relanzar el crecimiento económico y a corregir los desequilibrios del comercio mundial, siendo esta una condición que la administración Carter consideraba esencial para fortalecer el dólar.

En la Cumbre de Bonn, a mediados de 1978, se pactaron las medidas expansivas de política fiscal que Alemania y Japón debían adoptar y las medidas restrictivas y de ahorro energético que Estados Unidos pensaba introducir, prestando, además, su respaldo a la iniciativa de cooperación monetaria europea. Sin embargo, este intento de coordinación internacional de las políticas económicas se encontraría inmediatamente con dificultades importantes. Solo habían transcurrido dos semanas desde la Cumbre de Bonn, cuando el dólar empezó una caída precipitada, que le llevaría a depreciarse un 18 % frente al marco en los tres meses siguientes. Las autoridades americanas respondieron al principio con una combinación de intervenciones en los mercados de cambio y de restricción gradual del crecimiento monetario, para frenar la velocidad de depreciación, pero, cuando a mediados de septiembre se redobló la presión depreciatoria sobre el dólar, se consideró necesario que la política económica adquiriera una orientación mucho más restrictiva, para contener la inflación y los déficit público y exterior con medidas fiscales y recomendaciones de limitación voluntaria de los incrementos de rentas y precios. El anuncio de estas medidas no consiguió, sin embargo, aliviar la tensión cambiaria, que únicamente comenzó a remitir cuando la Reserva Federal adoptó severas medidas internas y externas a principios de noviembre, elevando el tipo de descuento un punto porcentual, hasta un ni-

vel históricamente alto del 9,5 %, y estableciendo un coeficiente de caja complementario del 2 % de los depósitos de cuantía superior a 100.000 dólares, para limitar el crecimiento del crédito interno; y con acuerdos de *swap* con otros bancos centrales y de recurso al FMI, para defender la cotización del dólar. El impacto de estas medidas fue inmediato y sustancial, produciendo a lo largo del mes de noviembre una apreciación de la divisa americana del 11,5 % frente al yen, del 11,8 % frente al marco y del 15,5 % frente al franco suizo. El esfuerzo de desinflación protagonizado por la política monetaria había comenzado en 1977, durante los últimos meses del mandato de Burns, cuando la Reserva Federal redujo el crecimiento de M2 por debajo del 10 %, después de casi tres años de expansión a tasas superiores al 12 %. Luego, durante el mandato de Miller, el crecimiento monetario se mantuvo en torno al 8 %. Tras el imprevisible desfase de los efectos de la política monetaria que suelen utilizar los monetaristas en sus explicaciones, la reducción de la tasa de inflación llegó en 1981, y poco después la recesión de 1982. No es fácil, sin embargo, explicar por qué se retrasó cuatro años el inicio de la recesión, desde que la política monetaria comenzara a hacerse más restrictiva en 1977. En casi todos los casos anteriores, la caída de la actividad había sido precedida por un descenso importante de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero en el año anterior, y luego se producían los efectos sobre los precios con un desfase medio aproximado de otros dos años más. La razón del retraso anormal en esta ocasión se encuentra, según los monetaristas, en el aumento de la velocidad de circulación (más de un 12 %) durante esos años, que compensó el efecto de la desaceleración monetaria.

Lo que finalmente produjo la recesión fue la brusca caída de la velocidad de circulación, que empezó en 1981, a través del efecto que esa caída tuvo sobre los tipos de interés. La subida de tipos estuvo ahora acompañada de una reducción de la inflación, produciendo unos tipos reales superiores al 10 % por primera vez desde la Gran Depresión. Durante los últimos 150 años de historia económica americana, los cinco episodios previos de tipos reales por encima del 10 % estuvieron asociados a serias contracciones económicas (como las de 1839, 1920 y 1930). Esta también. Los tipos se mantuvieron en términos reales superiores al 10 % durante cinco trimestres y la tasa de inflación cayó al 5 % a comienzos de 1982. Las ramas productivas más vulnerables al tipo de interés llevaron el peso del ajuste, y, por el lado de la demanda, fueron la inversión en equipo y las exportaciones los componentes que más cayeron durante el último trimestre de 1981 y los cuatro de 1982, con tasas del -26 % y -15 %, respectivamente, pues los elevados tipos de interés indujeron la entrada de capitales y la apreciación del dólar. La recesión se concentró en la industria y en la agricultura, que dependían más de la inversión y de las exportaciones, mientras que apenas afectó a los servi-



cios. En julio de 1982, la Reserva Federal estaba recibiendo numerosas críticas, al tiempo que se desarrollaba la crisis de la deuda externa. Los bancos americanos habían prestado muchos de sus recursos a países del Tercer Mundo, que, al subir los tipos americanos y la cotización del dólar, amenazaban con no poder pagar el servicio de su deuda ni devolver el principal. Entonces la Reserva Federal resolvió calladamente reducir nuevamente los tipos de interés, abandonando el objetivo de cantidad de dinero, aunque el anuncio no se hizo oficial hasta el mes de octubre, cuando ya era evidente para todos. A final de año, los tipos a corto habían bajado seis puntos porcentuales, y los tipos a largo, cuatro.

La política fiscal americana durante la década de los ochenta estuvo marcada por la influencia de la administración Reagan y lo que llegó a denominarse Reaganomía. El hilo central del programa económico de Reagan era una menor intervención pública en la economía y un mayor estímulo para la iniciativa privada. Para situar en su perspectiva histórica adecuada el programa económico de Reagan, que contó con un amplio apoyo del electorado, es necesario tener en cuenta que las políticas económicas a menudo ejercen sus efectos con desfases muy largos y que son respuesta a una evolución económica que también se ha desarrollado durante varios años anteriores. La década de los sesenta fue un período de crecimiento económico relativamente rápido. Los programas sociales que comenzaron Kennedy y Johnson continuaron su expansión en la década siguiente. El papel del gobierno federal cambió sustancialmente, pasando de preponderar la función de producir servicios colectivos no destinados a la venta a prevalecer la función redistributiva de la renta y la riqueza nacionales. La productividad se desaceleró a finales de los sesenta, y este fenómeno continuó en los setenta. Aunque las causas de la desaceleración son difíciles de entender, una de las razones fue la erosión de los incentivos de los individuos al trabajo y al ahorro. A su vez, esa erosión estaba ligada a la persistencia de altas y variables tasas de inflación y a los elevados y crecientes tipos marginales del impuesto sobre la renta. El programa de Reagan pretendía restablecer los incentivos y potenciar el crecimiento económico [véase Boskin (1987)].

El programa económico de Reagan procedía de fuentes diversas: el monetarismo, que propugnaba un menor crecimiento de la oferta monetaria para controlar la inflación; la economía de la oferta, que defendía la reducción de impuestos para potenciar los incentivos al trabajo y al ahorro; las expectativas racionales, que postulaban la superioridad de las reglas fijas sobre la discrecionalidad de la política económica; y, finalmente, las ideas desreguladoras de los defensores del mercado libre, que pretendían reducir la intervención pública en la economía para favorecer la iniciativa privada. Las políticas que puso en práctica Reagan durante sus dos mandatos fueron principalmente estas: a) apoyó firmemente la política monetaria antiinflacionista de la Reserva Federal, a pesar de

las presiones para que se abandonaran durante la recesión de 1981-1982; b) cambió las prioridades presupuestarias, potenciando los gastos de defensa y recortando otros programas; c) llevó a cabo una profunda reforma fiscal, reduciendo los tipos marginales y multiplicando los incentivos a la inversión; d) continuó la liberalización y desregulación de los mercados iniciada por Carter, y e) modificó la concepción de lo que es una política económica razonable para una economía de mercado, lo que Boskin considera el mayor de los logros de la Reaganomía, ya que, solo unos años antes, los controles de precios y salarios, la manipulación constante de la demanda agregada con medidas fiscales y monetarias inesperadas, las subvenciones, el proteccionismo, la intervención financiera, etc., se consideraban políticas económicas eficaces.

Cada una de estas políticas estaba inspirada en alguna de las «escuelas» de opinión mencionadas anteriormente, pero ninguna de ellas obtuvo todo lo que quería. Los monetaristas se quejaron de que el control ejercido por la Reserva Federal sobre la cantidad de dinero era demasiado errático; los economistas de la oferta dijeron que la rebaja impositiva fue tardía, insuficiente y contrarrestada más tarde con otras medidas; los conservadores fiscales aplaudieron los recortes de algunos programas de gasto y la reforma impositiva, pero se asustaron de la magnitud del déficit público; los defensores de un menor papel del gobierno en la economía señalaron que el gasto público en porcentaje del PIB había aumentado, en lugar de disminuir, durante el mandato de Reagan; y los defensores de las reglas de política económica frente a la discreción gubernamental se dolieron de que no se hubieran institucionalizado suficientes reglas para la política monetaria, para la elaboración del presupuesto y su control, y para la limitación permanente del gasto, de los impuestos y del déficit público. Quizá sea en la magnitud y persistencia del déficit público donde convergen todas las críticas a la política económica de la administración Reagan.

Aunque, desde el punto de vista de la política de estabilización, Reagan fue el primer presidente desde Eisenhower que se resistió a las presiones para utilizar la política económica a corto plazo con fines electoralistas, respaldando la estricta política monetaria de la Reserva Federal y subiendo algunos impuestos durante la recesión de 1982, el enorme crecimiento del déficit en ese año determinó un nuevo nivel en el desequilibrio de las finanzas públicas, con respecto al pequeño déficit de las dos décadas anteriores (si se exceptúa la recesión de 1975). Aunque el aumento del déficit en 1982 fue menos pronunciado que el de 1975, su corrección durante la fase expansiva que siguió no llegó a producirse: mientras que en 1978-1979 el saldo de las cuentas públicas mostró un ligero superávit, la reducción del déficit desde el 4 % alcanzado en 1983 (cifra similar a la de 1975) fue mucho más gradual y escasa, alcanzando

un mínimo en torno al 2 % del PIB en 1988, para aumentar nuevamente con posterioridad, hasta un máximo histórico de, aproximadamente, el 4,5 % del PIB en 1992. Los orígenes del mayor nivel del déficit público americano de los años ochenta se han atribuido a tres causas principales: a) la *Economic Recovery Tax Act* (ERTA), que redujo los tipos marginales en 1981, 1982 y 1983, y estableció la indiciación futura, con efectos a partir de 1985, de los tramos de base impositiva; b) los aumentos del gasto público en algunas partidas, no compensados suficientemente con reducciones en otras rúbricas presupuestarias, y c) la recesión.

La ERTA fue diseñada para detener —mediante reducciones de los tipos nominales— los deslizamientos hacia tipos impositivos mayores que provocaba la inflación sobre los tramos fijos de base imponible, hasta que entrara en vigor su indiciación en 1985. Únicamente pretendía, por tanto, congelar la presión fiscal directa. Pero su paso por el Congreso en 1981 condujo a una reducción impositiva mayor que la prevista por sus diseñadores. Reagan había presentado al Congreso un recorte de tipos del 30 % distribuido en tres años, pero la Cámara, aunque redujo el recorte a un 25 % en dos años y medio, modificó otros aspectos de la estructura impositiva para introducir mayor equidad, que implicaban una sustancial pérdida adicional de ingresos con respecto al proyecto inicial. Aunque el Congreso también estaba preocupado por el salto que experimentó el déficit público en 1982 y aprobó en ese año la *Tax Equity and Fiscal Responsibility Act* (TEFRA), que elevó los impuestos de otras fuentes para compensar el recorte de recaudación extra añadido en la ERTA, lo cierto es que el déficit continuó aumentando en porcentaje del producto en 1983.

Una parte del descenso de los ingresos por debajo de lo esperado se debió a los errores de previsión o a estimaciones deliberadamente sesgadas al alza del crecimiento de las rentas nominales, que exageraron tanto el aumento de la renta real como la tasa de inflación futura. El mantenimiento de las condiciones restrictivas de la política monetaria, a pesar de la incipiente recesión, elevó los tipos de interés (cosa que la Reserva Federal ya había advertido al Congreso que se produciría inevitablemente si se aprobaba una reducción impositiva de la magnitud finalmente acordada) y produjo una rápida desinflación. En consecuencia, la combinación de las políticas económicas contribuyó a aumentar el déficit público, propiciando unos ingresos fiscales menores que los previstos (por la desinflación y la recesión) y unos mayores gastos (por la recesión y, sobre todo, por el brusco incremento de la carga de intereses de casi tres puntos porcentuales del PIB, resultante de las elevaciones iniciales de tipos y déficit público y de su posterior consolidación en niveles históricamente elevados).

Otros estudios ponen el énfasis en el aumento del gasto público en términos reales, que en 1984 era, aproximadamente, un 15 % más ele-

vado de lo que los consejeros de Reagan habían previsto al comenzar su mandato. Si se descuenta esta elevación de gasto, el incremento del déficit público desaparece. El consumo público (gastos militares) y las prestaciones sociales, con una expansión alrededor de un 1 % del PIB cada rúbrica, y la carga de intereses, con un aumento de tres puntos porcentuales de su peso en el PIB, fueron las partidas de gasto que crecieron significativamente entre 1980 y 1984. Desde el punto de vista de los ajustes cíclicos, los gastos evolucionaron de manera estabilizadora en la primera mitad de la década de los ochenta, pero los grandes aumentos de 1980 y 1982 no fueron suficientemente compensados por el pequeño descenso de 1984. Además, los ingresos registraron descensos en 1983-1984 (y luego en 1988) en porcentajes del PIB, que no se correspondían con las aceleraciones observadas de la actividad económica.

Cuando la economía y los responsables de la política económica parecían haberse adaptado a la existencia de un déficit público tendencial, se introdujo la *Gramm-Rudman-Hollis Act* (GRHA). Esta ley, de 1985, fijaba una senda de reducción del déficit público para los años posteriores, de manera que, si el Congreso no llegaba a un acuerdo para alcanzar ese objetivo, se producirían recortes automáticos en casi todas las partidas de gastos. Aunque la mayor parte de los gastos sociales, los intereses de la deuda y otros compromisos legales de la administración con los agentes privados se tendrían que respetar, el resto de las partidas se reducirían suficientemente para cumplir el objetivo. Sin embargo, una gran parte del esfuerzo de planificación presupuestaria generado por la GRHA se dedicó a evadirla, en vez de a cumplir con ella, mediante distintos mecanismos y arbitrios: las innovaciones contables, las privatizaciones (para la contabilidad presupuestaria en términos de caja), el aplazamiento de los pagos, la compensación de los déficit federales con fondos prestados por la seguridad social, etc. A pesar de todo, en los años 1987 y 1988, sobre todo, se produjeron descensos del porcentaje de los gastos públicos totales en el PIB, y el déficit público se redujo hasta el 2 % del PIB en 1988 y hasta el 1,5 % en 1989.

La política monetaria americana ha seguido un curso muy estable desde principios de los ochenta. Durante la segunda mitad de los ocho años que Volcker estuvo al frente de la Reserva Federal, hasta finales de 1987, y luego durante los primeros años de mandato de Greenspan, la Reserva Federal consiguió evitar las aceleraciones de la oferta monetaria que en la experiencia anterior habían provocado la necesidad de correcciones restrictivas posteriores. Tras darle a la economía dos trimestres de impulso monetario al principio de 1983, la Reserva Federal mantuvo un patrón de crecimiento moderado, con tendencia descendente hasta 1989. De hecho, la media anual de aumento de M2 fue inferior al 5 % desde comienzos de 1987 hasta mediados de 1989. El producto

real y los precios siguieron la misma senda de expansión suave que la cantidad de dinero. En este período, la economía tuvo que sortear el hundimiento de las cotizaciones bursátiles de octubre de 1987, que pasó sin graves consecuencias reales, debido a la pronta reacción de la Reserva Federal añadiendo liquidez a los mercados financieros.

A mediados de 1988, la tasa de paro estaba por debajo del 5,5 % y la capacidad productiva se aproximaba a una ocupación plena. La Reserva Federal decidió actuar preventivamente para desacelerar la demanda agregada hacia lo que se llamaba un «aterrizaje suave». Para sorpresa de muchos, las fases iniciales del proceso fueron un éxito. La Reserva Federal desaceleró M2 hasta un 2,6 % entre mediados de 1988 y mediados de 1989, con el objetivo de conseguir una inflación equivalente a cero, apoyando incluso una proposición de ley presentada en el Congreso que fijaba este objetivo como prioridad de política económica. Pero con un crecimiento de los costes laborales de un 5 %, como el que había en 1989-1990, no era fácil conseguir ese objetivo. En agosto de 1990, con la incertidumbre asociada a la crisis del Golfo, tras la invasión de Kuwait por Irak, y la elevación del precio del petróleo a 40 dólares por barril, los consumidores se tornaron cautelosos y restringieron sus gastos. A pesar de todo, la Reserva Federal persistió en su política restrictiva hasta finales de año y principios del siguiente. El aumento anualizado de M2 había sido del 1,1 % en el cuarto trimestre de 1990 y siguió bajando en enero. La Reserva Federal parecía más preocupada por el impacto inflacionista del encarecimiento del petróleo que por la inminente recesión; o bien miraba solo a los tipos de interés, que habían estado bajando durante la segunda mitad de 1990, especialmente en el último trimestre. Así llegó la recesión de 1991, cuya moderada intensidad y breve duración la asemejan a las que ocurrieron en 1970 y en 1980.

La política fiscal americana en los años noventa se ha caracterizado por la preocupación por reducir el déficit público, que volvió a situarse por encima del 4 % del PIB en 1992, como consecuencia, en parte, de la recesión de 1991, pero también como resultado de la expansión del gasto público total en ese año de elecciones, ante la incertidumbre sobre la salida de la situación recesiva que había atravesado la economía americana. Desde el punto de vista de los ajustes cíclicos, los ingresos han seguido un patrón bastante independiente de la coyuntura económica: en 1989 aumentaron medio punto porcentual su participación en el PIB, a pesar de la desaceleración del crecimiento real, y entre 1990 y 1992 se mantuvieron constantes en porcentajes del PIB, sin mostrar sensibilidad alguna a la recesión de la economía. Los gastos totales de las Administraciones Públicas, que se habían ajustado a la baja en 1988 y habían mantenido este nivel en 1989, se volvieron a expandir notablemente en 1990 y continuaron esta expansión en 1991 y 1992, año en el que el défi-

cit público alcanzó el 4,3 % del PIB. En los últimos tres años, coincidiendo con la firme recuperación del crecimiento económico, ha proseguido el esfuerzo de reducción del déficit público, principalmente a través de un menor crecimiento de los gastos totales, que ha vuelto a situar su peso con respecto al producto en el mismo nivel que había alcanzado a principios de los años ochenta, consiguiendo así rebajar el déficit público a menos del 2 % del PIB en 1995.

A principios de los años noventa, la situación fiscal se deterioró notablemente en Estados Unidos, por tres razones principalmente: a) se revisaron al alza los gastos netos derivados del sistema de garantía de depósitos, como consecuencia de la crisis que afectó a numerosas instituciones financieras de crédito y ahorro; b) se revisaron a la baja las estimaciones de la capacidad recaudatoria del sistema tributario vigente, y c) se proyectó un crecimiento económico significativamente inferior al que se había previsto en las leyes Gramm-Rudman-Hollings original (1985) y reformada (1987). Además, las dificultades para llegar a acuerdos sobre medidas específicas que permitieran cumplir con los objetivos de reducción del déficit público previstos en estas leyes hicieron que se pospusiera su cumplimiento y terminaron por desacreditar su efectividad. Entonces comenzaron nuevas negociaciones entre la Administración y el Congreso, para definir otros objetivos a medio plazo, que culminaron, en noviembre de 1990, en un acuerdo para poner en práctica un programa multianual de reducción del déficit —la *Omnibus Budget Reconciliation Act* de 1990—, cuyo propósito era alcanzar el equilibrio presupuestario, sin contar el superávit normal de la seguridad social, en el año fiscal de 1995. Sin embargo, este objetivo se retrasó nuevamente en la *Omnibus Budget Reconciliation Act* de 1993, que se propuso estabilizar el déficit del gobierno federal en torno al 3 % del PIB en 1997, como consecuencia de una previsión menos optimista del crecimiento económico, de la vigorosa expansión de algunos gastos, como los sanitarios, y de nuevas revisiones a la baja de la recaudación impositiva. A pesar de ello, la continuada fortaleza de la economía americana desde 1993 ha permitido alcanzar resultados mejores que los que entonces se preveían, y el déficit federal se estima que en 1996 ha sido de, aproximadamente, el 1,5 % del PIB.

### **III.2. Ingresos, gastos y saldo de las cuentas públicas**

En los últimos treinta y cinco años, las dimensiones económicas del sector Administraciones Públicas han aumentado en Estados Unidos en menor proporción que en el resto de países de la OCDE. Si se miden estas dimensiones por el peso del gasto público total en el PIB, su evolución durante este período queda representada en la parte central del grá-

fico III.1 (véase supra, pp. 44-45, para recordar las convenciones utilizadas en la presentación de los gráficos). En 1960, el gasto total de las AAPP ascendía a poco menos del 27 % del producto, porcentaje que en la actualidad se sitúa en torno al 37 %, tras haber alcanzado un máximo de casi el 40 % en 1993. En esta evolución destacan los incrementos registrados en 1966-1967, con motivo de la implementación de los programas de la Gran Sociedad y de la escalada de gastos militares de la guerra de Vietnam, los aumentos transitorios asociados a las crisis económicas de 1974-1975, 1978-1982 y 1990-1991, y la consolidación, a principios de la década de los ochenta, de los mayores gastos totales alcanzados durante la recesión anterior, debido, principalmente, a los gastos militares de la administración Reagan. El incremento medio anual del gasto total entre 1960 y 1995 ha sido de casi 0,29 puntos porcentuales del PIB, con una desviación típica de 1,14 puntos.

Los ingresos públicos en Estados Unidos han ido aumentando su peso en el producto con un cierto retraso y en menor medida que los gastos públicos, dando lugar a la aparición de déficit públicos recurrentes, que aumentaban sustancialmente en los períodos recesivos, eliminándose luego en las fases de expansión —al menos, hasta 1978—. Sin embargo, la expansión del gasto ocurrida entre 1978 y 1982 no se financió con un aumento equivalente de los ingresos, por lo que el nivel tendencial del saldo presupuestario pasó de estar próximo al equilibrio a situarse en un déficit persistente próximo al 3 % del PIB, como muestra la línea gris de la parte inferior izquierda del gráfico III.1, mientras que la línea negra representa el crecimiento de la economía americana entre 1961 y 1995. En este mismo gráfico se aprecia que los ingresos públicos, que en 1960 representaban el 27,7 % del producto y en 1995 ascienden al 35 % aproximadamente, descendieron en 1964-1965, por la rebaja impositiva de Kennedy-Johnson, y luego se elevaron rápidamente —y con carácter, en parte, transitorio— para financiar los gastos sociales y militares en la segunda mitad de la década de los sesenta. Desde entonces, y exceptuando la incidencia puntual de las recesiones y de las reformas tributarias, el aumento del peso de los ingresos siguió una tendencia de aumento bastante estable hasta 1987, que se detuvo en los últimos diez años. El aumento medio anual de los ingresos totales en porcentajes del PIB durante el período 1961-1995 ha sido de 0,2 puntos, con una desviación típica de 0,82 puntos.

Los resultados básicos de las estimaciones de la sensibilidad cíclica de los ingresos y gastos totales y de la capacidad (+) o necesidad (–) de financiación de las Administraciones Públicas en Estados Unidos, para el período 1961-1995, se presentan en el cuadro III.1. Los ingresos no presentan una sensibilidad cíclica bien definida, y su signo positivo (estabilizador) solo puede afirmarse que es distinto de cero con un margen de

**ESTADOS UNIDOS**  
**INGRESOS, GASTOS Y SALDO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS**

**ver gráfico III.1**

Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.



**ESTADOS UNIDOS (1961-1995)**  
**SENSIBILIDAD CÍCLICA DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS**  
**Variaciones anuales, en porcentajes del PIB**

	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>Sensibi- lidad</i>	<i>t</i>	<i>DW</i>	<i>R<sub>a</sub><sup>2</sup></i>
Ingresos totales .....	0,20	0,82	0,09	1,34	2,17	0,02
Gastos totales .....	0,29	1,14	-0,34	4,57	1,22	0,37
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación .....	-0,09	1,29	0,43	5,54	1,94	0,47
PRO MEMORIA:						
PIB real (tasa) .....	2,98	2,09	—	—	—	—

error del 19 %. Además, esta relación entre ingresos públicos y crecimiento económico ha sido completamente asistémica, como sugiere el bajo coeficiente de correlación estimado. Las estimaciones recursivas del coeficiente de sensibilidad cíclica son estables, pero el *test* CUSUM de los residuos al cuadrado sobrepasa las bandas de confianza del 5 % entre 1972 y 1977. Los gastos públicos totales han mostrado, en cambio, una sensibilidad cíclica apreciable (-0,34), de carácter estabilizador y sistemático ( $R_a^2=0,37$ ). Los residuos de esta regresión tienen una apreciable correlación de primer orden (0,29) que, si se corrige introduciendo un término AR(1) en la ecuación, produce una estimación del coeficiente de sensibilidad cíclica de -0,39, próxima a la anterior. Las estimaciones recursivas del coeficiente de sensibilidad cíclica son estables. La capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas ha tenido en Estados Unidos una sensibilidad cíclica de 0,43, que ha sido debida, principalmente, a los gastos. El coeficiente de correlación estimado es relativamente alto (0,47). Los residuos de esta regresión no están significativamente correlacionados. Las estimaciones recursivas revelan que el coeficiente de sensibilidad cíclica del saldo de las cuentas públicas se ha mantenido estable, al menos a partir de mediados de la década de los setenta.

Aunque las sensibilidades cíclicas de los ingresos, los gastos y el saldo de las cuentas públicas no han experimentado variaciones importantes durante los últimos treinta años, las estimaciones recursivas indican que sus valores eran algo más bajos en los primeros años sesenta. Con objeto de que las estimaciones reflejen la sensibilidad cíclica de la política fiscal en la actualidad, se ha seleccionado hacia atrás el período más reciente durante el cual se ha mantenido aproximadamente constante esta sensibilidad. En los cuadros siguientes se presentarán las estimaciones referidas al período 1968-1995, que según el *test* de ruptura de

**ESTADOS UNIDOS (1968-1995)**  
**SENSIBILIDAD CÍCLICA DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS**  
**Variaciones anuales, en porcentajes del PIB**

	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>Sensibi- lidad</i>	<i>t</i>	<i>DW</i>	<i>R<sub>a</sub><sup>2</sup></i>
Ingresos totales .....	0,22	0,86	0,13	1,70	2,19	0,07
Gastos totales .....	0,24	1,17	-0,41	5,40	1,47	0,51
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación .....	-0,02	1,38	0,55	7,24	2,42	0,66
PRO MEMORIA:						
PIB real (tasa) .....	2,58	2,07	—	—	—	—

Chow resulta más apropiado que el conjunto del período para el que se dispone de información. En el cuadro III.2 se ofrecen estas estimaciones de la sensibilidad cíclica de los ingresos, los gastos y la capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AAPP para los años 1968-1995, cuyas características son muy parecidas a las anteriores. Hay que señalar que la autocorrelación de los residuos en la regresión de los gastos totales que sugiere el estadístico Durbin-Watson no es apreciable con otros *test*. Los resultados que se obtienen para este período restringido son más altos y significativos que los hallados para el conjunto de la muestra, indicando una mayor capacidad estabilizadora de la política fiscal desde finales de los años sesenta.

### III.3. Efectos estabilizadores de la renta disponible

Los efectos estabilizadores que sobre la renta bruta disponible del sector privado tienen las operaciones de redistribución realizadas por las Administraciones Públicas, a través de sus ingresos y transferencias corrientes, se resumen en el cuadro III.3 para el período 1968-1995. Tanto los ingresos corrientes, cuya sensibilidad cíclica se estima en torno a 0,13, como, sobre todo, las transferencias corrientes, con una sensibilidad cíclica de -0,25, han contribuido a estabilizar la renta bruta disponible del sector privado en una magnitud de 0,38 puntos por cada punto porcentual de las fluctuaciones cíclicas del producto. La renta bruta disponible de las AAPP se estima que ha tenido, en el período 1968-1995, una sensibilidad cíclica de 0,38, con una desviación típica de 0,08 y una correlación de 0,41 entre sus fluctuaciones y las del crecimiento real. Existe una notable correlación de primer orden (-0,41) entre los residuos de esta regresión, que puede corregirse introduciendo un término MA(1)

**ESTADOS UNIDOS (1968-1995)**  
**EFFECTOS ESTABILIZADORES DE LA RENTA DISPONIBLE**  
**Variaciones anuales, en porcentajes del PIB**

	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>Sensibi- lidad</i>	<i>t</i>	<i>DW</i>	<i>R<sub>a</sub><sup>2</sup></i>
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS:</b>						
<b>Ingresos corrientes</b> . . . . .	<b>0,22</b>	<b>0,86</b>	<b>0,13</b>	<b>1,70</b>	<b>2,19</b>	<b>0,07</b>
Impuestos sobre producción e importación . . . . .	-0,01	0,20	-0,03	1,91	1,19	0,09
Impuestos sobre la renta . . . . .	0,03	0,67	0,16	2,97	2,23	0,22
Cotizaciones sociales . . . . .	0,14	0,18	0,00	0,23	1,40	0,00
Otros ingresos . . . . .	0,05	0,56	0,00	0,00	1,44	0,00
<b>Transferencias corrientes</b> . . . . .	<b>0,37</b>	<b>0,63</b>	<b>-0,25</b>	<b>7,45</b>	<b>2,18</b>	<b>0,67</b>
Prestaciones sociales . . . . .	0,28	0,56	-0,23	8,82	1,29	0,74
Subvenciones . . . . .	0,00	0,08	-0,00	0,27	1,88	0,00
Intereses pagados . . . . .	0,09	0,19	-0,03	1,59	0,75	0,05
Otras transferencias . . . . .	0,00	0,21	0,01	0,66	2,99	0,00
<b>Renta bruta disponible</b> . . . . .	<b>-0,15</b>	<b>1,20</b>	<b>0,38</b>	<b>4,47</b>	<b>2,72</b>	<b>0,41</b>
<b>SECTOR PRIVADO:</b>						
<b>Renta bruta disponible</b> . . . . .	<b>0,14</b>	<b>1,18</b>	<b>-0,39</b>	<b>4,79</b>	<b>2,73</b>	<b>0,45</b>
<b>ECONOMÍA NACIONAL:</b>						
<b>Renta bruta disponible</b> . . . . .	<b>-0,01</b>	<b>0,27</b>	<b>-0,00</b>	<b>0,21</b>	<b>2,46</b>	<b>0,00</b>
<b>PRO MEMORIA:</b>						
PIB real (tasa) . . . . .	2,58	2,07	—	—	—	—

en la ecuación, lo que reduce algo el valor estimado de la sensibilidad cíclica (0,32). Según las estimaciones del cuadro III.3, la renta bruta disponible del sector privado ha tenido una sensibilidad cíclica de la misma magnitud y signo opuesto a la de las AAPP, mientras que la renta nacional bruta disponible no ha mostrado sensibilidad cíclica alguna y sus fluctuaciones han sido completamente independientes de las del crecimiento real de la economía americana. La autocorrelación residual que existe en estas regresiones se corrige al introducir un término MA(1), sin afectar a los valores de la sensibilidad cíclica. Las estimaciones recursivas de estos coeficientes son estables. En otras palabras, por cada punto porcentual de desviación de la tasa de crecimiento real con respecto a su media, la renta bruta disponible de las AAPP se ha desviado en el mismo sentido que el crecimiento 0,38 puntos porcentuales de su variación media en porcentajes del PIB. Dado que la sensibilidad cíclica de la renta nacional bruta disponible ha sido nula, lo anterior implica que la renta bruta dispo-

nible del sector privado se ha desviado en la misma magnitud y sentido contrario a la de las AAPP, de manera que estos ajustes cíclicos han atenuado las fluctuaciones (en niveles) de la renta bruta disponible del conjunto de los sectores residentes distintos de las AAPP.

Las operaciones de redistribución de renta realizadas por las AAPP a través de sus ingresos y transferencias corrientes tienen como saldo la renta bruta disponible de este sector, cuya evolución tendencial y fluctuaciones cíclicas en el período 1960-1995 se han representado en el gráfico III.2, junto con las del resto de los sectores residentes (o sector privado, para abreviar) y las de la economía nacional americana. La renta nacional bruta disponible solo se diferencia del PIB a precios corrientes por los flujos de rentas y transferencias netas procedentes del resto del mundo, que no son de magnitud importante para Estados Unidos, por lo que las tendencias y las fluctuaciones de la renta bruta disponible de las AAPP en porcentajes del PIB son estrictamente complementarias de las del resto de sectores que integran la economía nacional. En la evolución tendencial desde 1960 de la distribución sectorial de la renta nacional bruta disponible, cabe distinguir dos períodos. Hasta 1967, la participación de las AAPP se mantuvo relativamente estable en torno a un nivel próximo al 20 % del PIB, y desde entonces ha tendido a caer, hasta situarse en 1995 ligeramente por encima del 15 % del PIB, con fluctuaciones ligadas a la situación cíclica de la economía. En los efectos estabilizadores de la política fiscal sobre la renta bruta disponible del sector privado también puede señalarse que su magnitud y, sobre todo, su correlación con el crecimiento económico fueron menores hasta 1968 que posteriormente. Estas diferencias proceden, principalmente, del comportamiento de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio.

La estructura, la evolución tendencial y las fluctuaciones cíclicas de los principales componentes de los ingresos y transferencias corrientes de las AAPP se han representado en los gráficos III.3 y III.4, respectivamente, en los que se siguen los criterios de presentación que se explicaron en la última sección del capítulo I. En la década de los sesenta, los impuestos ligados a la producción y a la importación, los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio y los otros ingresos corrientes fluctuaron en torno a unos niveles prácticamente constantes. El aumento del peso de los ingresos corrientes con respecto al PIB fue de algo más de dos puntos porcentuales y tuvo su origen en el crecimiento de las cotizaciones sociales. En los años setenta, los impuestos ligados a la producción y a la importación continuaron aumentando al principio su peso en el PIB, hasta alcanzar un 8,7 % en 1971, pero luego siguieron la tendencia contraria y disminuyeron su ponderación de manera continuada, hasta situarse en el 6,8 % del PIB de 1979, recuperándose ligeramente hasta el 7,3 % en 1981. Los impuestos corrientes sobre la renta y el

**ESTADOS UNIDOS**  
**RENTA NACIONAL BRUTA DISPONIBLE Y SU COMPOSICIÓN SECTORIAL**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

patrimonio mantuvieron una tendencia prácticamente constante, con fluctuaciones cíclicas considerables en torno a este nivel estabilizado ligeramente por encima del 13 % del PIB. Las cotizaciones sociales fueron las que impulsaron al alza en mayor medida el nivel de los ingresos corrientes, subiendo del 5,7 % del PIB en 1968 al 8,4 % en 1981. En los años ochenta, los ingresos corrientes de las AAPP elevando tendencialmente su peso en el PIB, más o menos al ritmo que lo habían hecho desde finales de la década de los setenta, e impulsados por el mismo componente: las cotizaciones sociales. Los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio y los ligados a la producción y a la importación se estancaron en porcentaje del PIB.

La sensibilidad cíclica de los ingresos corrientes en el período 1968-1995 se estima en 0,13, que solo resulta significativamente mayor que cero con un margen de error del 10 %, y con una correlación casi nula con el crecimiento económico real. Las estimaciones recursivas muestran un valor decreciente del coeficiente de sensibilidad cíclica, que nunca ha sido significativamente distinto de cero. Cabe concluir, por tanto, que la contribución de los ingresos corrientes de las AAPP a la estabilización de la renta disponible del sector privado ha sido de signo positivo, pero más bien débil y desligada de las fluctuaciones del crecimiento. Los impuestos ligados a la producción y a la importación han tenido una sensibilidad cíclica negativa de  $-0,03$ , con una *t-ratio* de 1,91 y una correlación de 0,09 con el crecimiento. Los residuos de la regresión tienen autocorrelación positiva de primer orden (0,35), que se corrige introduciendo un término MA(1), sin afectar al valor estimado del coeficiente de sensibilidad cíclica. La estimación recursiva muestra que estos impuestos han mantenido una sensibilidad cíclica estable. Los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio tienen una sensibilidad cíclica positiva (0,16), de signo estabilizador con un margen de error menor del 1 %, y con una correlación de 0,22 entre sus fluctuaciones y las del crecimiento económico. Esta regresión no presenta problemas importantes de autocorrelación residual. La estimación recursiva revela que el coeficiente de sensibilidad cíclica se ha mantenido suficientemente estable, aunque el *test* CUSUM de los residuos al cuadrado traspone el umbral de confianza del 5 % en los años 1974-1977. La escasa correlación entre las fluctuaciones de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio y las del crecimiento parece deberse a los muchos cambios discrecionales introducidos en su normativa, que han dado lugar a una sucesión de residuos atípicos, de magnitud importante, pero decreciente, a lo largo del tiempo. Las cotizaciones sociales no muestran, en el período 1968-1995, una sensibilidad cíclica bien definida, ni correlación alguna con el crecimiento económico. Como se observa en el gráfico III.3, salvo en el caso de algunos ajustes puntuales de carácter discrecional (1966, 1973) las fluctuaciones de esta variable han sido muy escasas, a pesar de tener una expansión tendencial notable. Por último, el conjunto formado por los otros

**ESTADOS UNIDOS**  
**INGRESOS CORRIENTES DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

**ESTADOS UNIDOS**  
**TRANSFERENCIAS CORRIENTES DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.



ingresos corrientes ha mostrado una sensibilidad cíclica y una correlación con el crecimiento nulas.

Entre las transferencias corrientes (véase gráfico III.4), solo las prestaciones sociales —y en mucha menor medida los intereses efectivos pagados— han registrado una expansión significativa de su peso en porcentajes del PIB en este período. Al igual que ha ocurrido en otros países, el crecimiento de las prestaciones sociales, que en Estados Unidos se concentró en el período 1966-1975, no se vio acompañado de un aumento de la misma magnitud de los ingresos corrientes que permitiera su financiación sin merma del ahorro público. La necesidad de financiación de las AAPP que se generó por este motivo llevó a un mayor endeudamiento y después al aumento de los pagos de intereses, que en Estados Unidos ocurre en la primera mitad de los años ochenta. Las prestaciones sociales, tras haber doblado su nivel en porcentajes del PIB entre 1966 (5,7 %) y 1975 (11,7 %), se estabilizaron por debajo del 12 % (salvo por el aumento transitorio del período recesivo de 1982-1983) hasta la recesión de principios de los noventa, habiéndose elevado de nuevo por encima del 14 % desde 1992. Las subvenciones de explotación apenas han variado su participación en el PIB ni han registrado, por tanto, fluctuaciones cíclicas, según se aprecia en el gráfico III.4. Los intereses efectivos pagados por las AAPP han aumentado su peso relativo en el PIB algo más de dos puntos porcentuales, que corresponden a una media de 0,09 por año, con una desviación típica de 0,19. Por último, el resto de transferencias corrientes, dirigidas fundamentalmente al resto del mundo, también ha permanecido muy estable, entre el 0,2 % y el 0,3 % del PIB desde 1960, con la excepción del año 1991, en el que Estados Unidos recibió el apoyo exterior para financiar los gastos ocasionados por el conflicto bélico del Golfo Pérsico.

Para el conjunto de transferencias corrientes se estima, en los años 1968-1995, una sensibilidad cíclica de  $-0,25$ , de signo inequívocamente estabilizador, con una correlación bastante elevada (0,67) entre sus fluctuaciones y las del crecimiento. Los residuos de la regresión no aparecen correlacionados y el coeficiente de sensibilidad cíclica se ha mantenido estable. Las prestaciones sociales han mostrado una sensibilidad cíclica de  $-0,23$  y una correlación de 0,74 con el crecimiento. Existe autocorrelación positiva de primer (0,30) y segundo (0,33) orden entre los residuos de la regresión, que se corrige al introducir términos AR(1) y MA(1) en la ecuación, sin afectar al valor estimado de la sensibilidad cíclica. Este coeficiente es estable cuando se estima recursivamente, oscilando entre  $-0,19$  y  $-0,23$ . Las subvenciones de explotación no han tenido una sensibilidad cíclica bien definida, dado que sus fluctuaciones han sido de escasa entidad y completamente independientes de las del crecimiento. Los intereses efectivos pagados por las AAPP

han mostrado una sensibilidad cíclica de  $-0,03$ , de signo negativo con un margen de error del 12 %, y una correlación despreciable (0,05) con el crecimiento. Hay una fuerte autocorrelación positiva de primer (0,61) y segundo (0,32) orden entre los residuos de la regresión, que puede corregirse introduciendo un término AR(1) en la ecuación, reduciéndose a  $-0,02$  el valor del coeficiente de sensibilidad cíclica. El resto de las transferencias corrientes no muestra fluctuaciones cíclicas dignas de consideración, careciendo, por tanto, de influencia estabilizadora sobre la renta disponible del sector privado.

#### **III.4. Efectos estabilizadores del gasto nominal y de la demanda real**

Según las definiciones de los efectos estabilizadores enunciadas en el capítulo I, la política fiscal contribuye directamente a estabilizar el gasto agregado (a precios corrientes) de la economía si los gastos en bienes y servicios de las AAPP (consumo e inversión a precios corrientes) fluctúan menos que el gasto agregado, o, lo que es lo mismo, que el gasto correspondiente de los otros sectores. Dado que los precios o deflactores del gasto muestran una gran inercia en su evolución, la estabilización del gasto agregado lleva asociada la estabilización de la demanda y el producto a precios constantes. En esta sección se trata, por tanto, de estudiar los efectos estabilizadores del gasto público y privado en bienes y servicios en relación con sus rentas brutas disponibles respectivas, es decir, las decisiones de consumo-ahorro e inversión-financiación de las AAPP y del resto de sectores residentes, y su incidencia en la estabilidad del producto. En el cuadro III.4 se resumen los principales resultados de las estimaciones realizadas para hallar la sensibilidad cíclica de las variables que reflejan estas decisiones en el período 1968-1995.

En el gráfico III.5 se ha representado la evolución tendencial del consumo nacional y de sus componentes privado y público, en porcentajes del PIB, a precios corrientes, en la columna izquierda. En la columna de la derecha aparecen las fluctuaciones del crecimiento real (en barras, medidas en la escala izquierda), y las fluctuaciones del consumo nacional y de sus componentes a precios corrientes (línea gris), y a precios constantes (línea negra), medidas en la escala derecha. Obsérvese que, excepto en algunos años, en los que se han producido fuertes ajustes de precios relativos que han alterado notablemente la estructura de los deflactores, las fluctuaciones en términos reales y en términos nominales muestran un alto grado de conformidad. Los gráficos de la columna izquierda muestran que, en las décadas de los sesenta y setenta, el consumo nacional a precios corrientes osciló en torno a un nivel constante del 80 % del PIB, elevándose en la década de los ochenta en unos cuatro puntos porcentuales del PIB y estabilizándose en los últimos años. Las participaciones relativas del consumo privado y público han sido más varia-

**ESTADOS UNIDOS (1968-1995)**  
**CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DEL GASTO NOMINAL Y DE LA DEMANDA REAL**  
**Variaciones anuales en porcentajes del PIB**

	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>Sensibi- lidad</i>	<i>t</i>	<i>DW</i>	<i>R<sub>a</sub><sup>2</sup></i>
<b>Consumo nacional . . . . .</b>	<b>0,12</b>	<b>1,05</b>	<b>-0,40</b>	<b>6,63</b>	<b>1,94</b>	<b>0,61</b>
Privado . . . . .	-0,20	0,69	-0,23	5,03	1,95	0,47
Público . . . . .	-0,08	0,48	-0,17	5,45	2,03	0,52
<b>Ahorro nacional bruto . . . . .</b>	<b>-0,14</b>	<b>1,11</b>	<b>0,40</b>	<b>5,59</b>	<b>1,96</b>	<b>0,53</b>
Privado . . . . .	-0,06	1,01	-0,16	1,71	2,45	0,07
Público . . . . .	-0,08	1,40	0,56	7,25	2,67	0,66
<b>Inversión nacional . . . . .</b>	<b>-0,05</b>	<b>1,31</b>	<b>0,54</b>	<b>8,49</b>	<b>1,92</b>	<b>0,72</b>
Privada . . . . .	0,01	1,39	0,56	7,63	1,60	0,68
Pública . . . . .	-0,06	0,22	-0,01	0,65	1,13	0,00
<b>Saldo ahorro-inversión nacional (1 + 2 = 3 - 4 + 5) . . . .</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,71</b>	<b>-0,15</b>	<b>2,45</b>	<b>1,75</b>	<b>0,16</b>
1. Privado . . . . .	-0,07	1,75	-0,71	7,99	2,78	0,70
2. Público . . . . .	-0,01	1,40	0,57	7,82	2,65	0,69
3. Exportaciones . . . . .	0,22	0,62	-0,05	0,79	1,05	0,00
4. Importaciones . . . . .	0,29	0,60	0,10	1,82	2,43	0,08
5. Rentas y transferencias . . . .	-0,01	0,27	-0,00	0,21	2,46	0,00
<b>DEMANDA REAL (a):</b>						
Consumo privado . . . . .	0,25	0,65	-0,18	3,43	1,71	0,28
Consumo público . . . . .	-0,24	0,52	-0,18	5,38	0,85	0,51
Formación bruta de capital . . .	0,06	1,28	0,52	8,15	1,54	0,71
Exportaciones . . . . .	0,29	0,41	-0,02	0,44	0,81	0,00
Importaciones . . . . .	0,37	0,49	0,15	4,18	0,98	0,38
<b>PRO MEMORIA:</b>						
PIB real (tasa) . . . . .	2,58	2,07	—	—	—	—

(a) Variaciones anuales de las variables a precios constantes, en porcentajes del PIB a precios constantes.

bles durante este período. Hasta 1967, el consumo privado tendió a perder peso en la demanda a precios corrientes, mientras que el consumo público se mantuvo más estable hasta 1965, pero aumentó fuertemente en los dos años siguientes, por la escalada de gastos militares de la guerra de Vietnam. Estos cambios fueron consecuencia más de las tendencias de los deflatores que de variaciones en la estructura de la demanda real. Desde 1982, el consumo privado inició una tendencia a aumentar su peso en la demanda agregada, que ha continuado hasta el presente. El consumo público mantuvo una mayor estabilidad hasta 1991 y desde entonces ha tendido a reducir su peso de manera acentuada.

**ESTADOS UNIDOS**  
**CONSUMO NACIONAL Y SU COMPOSICIÓN SECTORIAL**

**ver gráfico III.5**

Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

El gasto en consumo público ha mostrado, durante el período 1968-1995, una sensibilidad cíclica de  $-0,17$ , con una correlación de  $0,52$  con el crecimiento, resultados idénticos a los que se estiman para la sensibilidad cíclica del consumo a precios constantes. Sin embargo, esta regresión produce residuos con una elevada autocorrelación de primer (0,57) y segundo (0,47) orden, que puede corregirse al añadir términos MA(1) y MA(2) a la ecuación, con el resultado de elevar (en valor absoluto) el coeficiente de sensibilidad cíclica estimado hasta  $-0,21$ . La estimación recursiva de este coeficiente es estable.

El gasto en consumo privado tuvo una sensibilidad cíclica media de  $-0,23$  en el período 1968-1995, con una desviación típica de  $0,05$  y una correlación de  $0,47$  con el crecimiento económico. Estos valores, más altos y significativos que los obtenidos para el consumo privado a precios constantes, indican que las fluctuaciones del deflactor del consumo privado relativo al del PIB han sido, en general, del mismo signo que las del peso del consumo privado real en el PIB real. Las estimaciones recursivas de estos coeficientes son estables. En síntesis, cabe concluir que, en el promedio del período 1968-1995, los efectos estabilizadores del gasto en consumo privado sobre el gasto agregado de la economía han sido algo mayores y más sistemáticos que los del consumo privado real sobre la demanda y el producto reales.

El gasto en consumo nacional, suma del privado y del público, ha tenido una sensibilidad cíclica de  $-0,4$  y una correlación elevada ( $0,61$ ) con el crecimiento. No hay correlación residual importante en esta regresión y la estimación recursiva muestra que la sensibilidad cíclica de esta variable se ha mantenido estable. En resumen, puede afirmarse que el consumo nacional ha ejercido una influencia estabilizadora sobre la demanda y el producto agregados, compensando, aproximadamente, tres cuartas partes de las fluctuaciones de signo contrario que ha registrado la formación bruta de capital, siendo el resto absorbido por la demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones).

Las decisiones de gasto en consumo de las AAPP y de los hogares y sus fluctuaciones cíclicas hay que ponerlas en relación con las tendencias y las fluctuaciones de su renta disponible, obteniendo como consecuencia la evolución de su ahorro bruto. En el gráfico III.6 se ha representado esta evolución del ahorro nacional bruto y de su composición por sectores. Hasta principios de los años ochenta, la tasa de ahorro nacional fue estable, porque el aumento del ahorro privado contrarrestó el descenso tendencial del ahorro público. Sin embargo, el cambio de signo del ahorro público en 1982-1983, que se situó en valores negativos próximos al  $2\%$  del PIB, y el descenso adicional de casi cuatro puntos porcentuales del PIB del ahorro privado entre 1984 y 1987, dieron lugar a

**ESTADOS UNIDOS**  
**AHORRO NACIONAL BRUTO Y SU COMPOSICIÓN SECTORIAL**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

una importante caída de unos seis puntos porcentuales de la tasa de ahorro nacional entre 1979 y 1987. Desde entonces, el ahorro nacional ha fluctuado en torno al 16 % del PIB, con movimientos compensatorios del ahorro privado y público.

En cuanto a las decisiones de consumo y ahorro del sector privado, los efectos estabilizadores que el gasto en consumo privado ha ejercido sobre la demanda y el producto agregados han sido, aproximadamente, proporcionales a los efectos estabilizadores de la política fiscal sobre la renta bruta disponible del sector privado, de manera que la respuesta del gasto a la renta ha sido la que corresponde a una propensión marginal al consumo privado estable durante este período. Como consecuencia, el ahorro del sector privado también se ha visto «estabilizado» en proporción similar a la estabilización de su renta disponible, y ello ha tendido a aumentar la dependencia de este sector de la financiación ajena para realizar sus gastos de inversión en las fases de auge cíclico, así como para colocar el ahorro excedente en las fases recesivas. El ahorro privado ha tenido una sensibilidad cíclica de  $-0,16$ , que solo es significativamente menor que cero con un margen de error del 10 %, y una correlación casi nula con el crecimiento. La autocorrelación de primer orden ( $-0,3$ ) entre los residuos de esta regresión se corrige con un término MA(1) sin afectar notablemente al coeficiente estimado de sensibilidad cíclica (que pasa a ser de  $-0,19$ ). La estimación recursiva muestra que el valor del coeficiente se ha mantenido estable, aunque era algo mayor en valor absoluto en los años setenta.

Por su parte, la sensibilidad cíclica media del ahorro público en el período 1968-1995 ha sido de 0,56, con una desviación típica de 0,08 y una correlación de 0,66 con el crecimiento. Esta regresión tiene autocorrelación residual de primer orden ( $-0,37$ ), que se corrige con un término AR(1), sin afectar al coeficiente de sensibilidad cíclica estimado (0,54). La estimación recursiva indica que la sensibilidad cíclica ha permanecido estable. En consecuencia, el ahorro nacional bruto ha mostrado una sensibilidad cíclica de 0,40, con una desviación típica de 0,07 y una correlación de 0,53 con el crecimiento. No hay problemas de autocorrelación de los residuos de esta regresión. La estimación recursiva revela que el valor de la sensibilidad cíclica del ahorro nacional ha sido estable. Por tanto, la misma conclusión que se estableció más arriba acerca del efecto estabilizador del consumo nacional sobre el gasto y el producto agregados puede reiterarse aquí desde el punto de vista del ahorro. La sensibilidad procíclica del ahorro nacional facilita parte de la financiación necesaria para atender las fluctuaciones procíclicas de la formación bruta de capital nacional, gracias a los efectos estabilizadores de la política fiscal por la doble vía de la estabilización de la renta disponible del sector pri-

vado, que contribuye a estabilizar el consumo privado, y de la estabilización directa del gasto de consumo público.

La evolución tendencial de la formación bruta de capital nacional y de la inversión privada y pública, junto con sus fluctuaciones cíclicas, se han representado en el gráfico III.7, en el que se observa que tanto a largo como a corto plazo ha sido la inversión privada el componente que ha determinado la nacional, mientras que la inversión pública ha seguido una tendencia muy estable en porcentajes del PIB, oscilando entre un 2,3 % y un 3,1 %, con una desviación típica de 0,12 puntos porcentuales del PIB, frente a 1,39 de la inversión privada. La inversión pública, suma de la formación bruta de capital y de la adquisición neta de terrenos de las AAPP, tuvo, en el promedio del período 1968-1995, una sensibilidad cíclica de  $-0,02$ , no distinta de cero, y una correlación prácticamente nula con el crecimiento económico. La estimación recursiva del coeficiente es estable hasta 1994, presentando un pequeño salto hacia cero en el último año. No puede afirmarse, por tanto, que la inversión pública haya ejercido efecto estabilizador alguno sobre el gasto y el producto agregados de la economía americana. La inversión privada ha sido el elemento desestabilizador (podría decirse también dinamizador) más importante del gasto y del producto agregados, con una sensibilidad cíclica media de 0,56 entre 1968 y 1995, con una desviación típica de 0,07 y una correlación de 0,68 con el crecimiento. No hay problemas de autocorrelación residual y la estimación recursiva del coeficiente es muy estable desde finales de los años setenta. Cabe decir, en consecuencia, que la sensibilidad cíclica de la inversión privada ha sido muy alta, sobre todo desde mediados de los años setenta, de manera que, por cada punto porcentual de desviación de la tasa de crecimiento económico real con respecto a su media, la variación anual del peso de la inversión privada en el PIB se ha desviado de su media algo más de medio punto porcentual en la misma dirección.

La formación bruta de capital nacional, suma de la formación bruta de capital de las AAPP y del resto de los sectores residentes (y también suma de las inversiones de ambos sectores, puesto que las adquisiciones netas de terrenos se cancelan al agregar), ha tenido una sensibilidad cíclica media de 0,54, con una desviación típica de 0,06 y una correlación de 0,71 con el crecimiento. Por su parte, la formación bruta de capital a precios constantes ha mostrado una sensibilidad cíclica muy parecida a la del gasto de inversión nacional, aunque con una leve autocorrelación residual de primer orden (0,21), que puede corregirse introduciendo un término AR(1) en la ecuación, sin afectar al coeficiente de sensibilidad cíclica estimado (0,56). Como se observa en la parte superior derecha del gráfico III.7, existe un grado de conformidad muy alto entre las fluctuaciones de la formación bruta de capital nacional a precios constantes (línea negra) y a precios corrientes (línea gris).



**ESTADOS UNIDOS**  
**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL Y SU COMPOSICIÓN SECTORIAL**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

El notable deterioro del saldo ahorro-inversión de las AAPP que se produjo con carácter transitorio en la recesión de 1975 (véase gráfico III.8), se hizo más permanente en la recesión de 1982, cuando a la caída de la renta bruta disponible de las AAPP en porcentaje del PIB se añadió un aumento del consumo público. Este incremento del gasto corriente llevó el ahorro público a valores persistentemente negativos y generó una necesidad de financiación también duradera, que ha oscilado desde entonces entre el 2 % y el 4 % del PIB. El saldo ahorro-inversión del resto de los sectores de la economía americana también ha experimentado pronunciadas fluctuaciones, pero solo transitoriamente se ha situado en valores negativos (1969, 1978-1979, 1987-1988 y 1995). Por tanto, el fuerte empeoramiento del saldo ahorro-inversión de la economía nacional que se produjo entre 1982 y 1987 está asociado al deterioro del equilibrio presupuestario de los primeros años de la década. Además, su corrección posterior, que llegó a restablecer el equilibrio en 1991, no se ha mantenido en los últimos años, porque la recuperación del ahorro público hasta valores positivos no ha sido suficiente para eliminar su necesidad de financiación, ni ha ido acompañada por una recuperación análoga del ahorro privado. De aquí que el aumento de la inversión privada y de la formación bruta de capital nacional en la fase de reactivación de la economía americana no haya podido financiarse con ahorro interno y haya provocado un nuevo aumento de la necesidad de financiación exterior.

El saldo ahorro-inversión de las AAPP se estima que tuvo, en el período 1968-1995, una sensibilidad cíclica media de 0,57, con una desviación típica de 0,07 y una correlación de 0,69 con el crecimiento económico. Los residuos de esta regresión tienen una autocorrelación de primer orden de -0,34, que se corrige al introducir un término AR(1) en la ecuación, sin que ello afecte al coeficiente de sensibilidad cíclica estimado (0,55). La estimación recursiva de este coeficiente muestra que su valor era ligeramente más alto (en torno a 0,7) en los años setenta, pero los *test* CUSUM de residuos no detectan problemas de inestabilidad. Por su parte, el saldo ahorro-inversión del sector privado ha tenido una sensibilidad cíclica de -0,71 en el promedio de este período, con una desviación típica de 0,09 y una correlación de 0,70 con el crecimiento. Los residuos de esta regresión tienen un coeficiente de autocorrelación de primer orden de -0,40, que se corrige con un término AR(1), sin que varíe el valor estimado de este coeficiente. La estimación recursiva indica que la sensibilidad cíclica de este saldo se ha mantenido estable.

El saldo ahorro-inversión de la economía nacional, que se corresponde contablemente con el saldo de las operaciones corrientes con el resto del mundo (exportaciones menos importaciones más saldo de rentas y transferencias corrientes con el exterior), ha mostrado, en el promedio

**ESTADOS UNIDOS**  
**SALDOS AHORRO-INVERSIÓN NACIONAL Y SECTORIALES**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

del período 1968-1995, una sensibilidad cíclica de  $-0,15$ , con una desviación típica de  $0,06$  y una correlación de  $0,16$  con el crecimiento. La estimación recursiva revela que el coeficiente ha permanecido relativamente estable. Como en el caso del sector privado, para el conjunto de la economía nacional la mayor sensibilidad cíclica (en valor absoluto) del saldo ahorro-inversión en el subperíodo más reciente se debe, principalmente, al aumento de la sensibilidad cíclica de la inversión, que ha sido mayor que el observado para el ahorro. En el gráfico III.8 puede observarse a simple vista la mayor amplitud de las fluctuaciones de este saldo en la segunda parte de la muestra.

Contemplado desde la vertiente exterior, este saldo de operaciones corrientes con el resto del mundo tiene como componentes fundamentales los flujos de exportaciones e importaciones de bienes y servicios a precios corrientes, ya que el saldo de las rentas y transferencias corrientes netas del resto del mundo es muy poco importante en Estados Unidos y tiene una sensibilidad cíclica nula, según se ha visto al examinar la renta nacional bruta disponible. En el gráfico III.9 se han representado la evolución tendencial y las fluctuaciones cíclicas de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios en el período 1960-1995. El aumento del peso de las exportaciones en el PIB a precios corrientes fue muy escaso hasta 1972, mientras que el de las importaciones fue más pronunciado a partir de 1965. Con la depreciación del dólar, tras el abandono del sistema de tipos de cambio fijos, y la subida de los precios del petróleo y de otras materias primas, se produjo un aumento importante de estos pesos relativos, debido a los cambios de precios más que al crecimiento en volumen de los intercambios con el exterior. En la segunda mitad de la década de los setenta, las importaciones no dejaron de aumentar, salvo en la recesión de 1975, en tanto que las exportaciones disminuyeron levemente su peso en el PIB en 1976-1977, produciendo un desequilibrio exterior pequeño, pero de magnitud sin precedentes hasta entonces, que fue absorbido al recuperarse las exportaciones en 1979-1980.

En la primera mitad de los años ochenta, la recesión de 1982 solo detuvo transitoriamente el avance de las importaciones, mientras que la fortaleza de la divisa americana y la debilidad del crecimiento económico en el resto del mundo también afectaron a las exportaciones, que redujeron su peso en el PIB tres puntos porcentuales, situándose al mismo nivel que en 1974. Esto dio lugar a un déficit de operaciones corrientes con el resto del mundo del orden del 3 % del PIB en 1985, que llegaría a alcanzar el 3,5 % en 1987, como consecuencia de la recuperación rápida de las importaciones. Con la depreciación del dólar y la reactivación de las economías europeas y japonesa en la segunda mitad de la pasada década y en los primeros años de la actual, las exportaciones americanas se recuperaron y consiguieron reabsorber prácticamente el desequi-

**ESTADOS UNIDOS**  
**EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

librio comercial en 1991. En los años siguientes, tanto las exportaciones como las importaciones han tendido a elevar rápidamente su peso en el PIB, aunque estas últimas con mayor fuerza, provocando nuevamente un importante déficit de las operaciones corrientes con el resto del mundo (en torno al 2 % del PIB en 1994-1996).

Las exportaciones de bienes y servicios a precios corrientes han mostrado una escasa sensibilidad cíclica en el período 1968-1995 ( $-0,05$ ), no significativamente distinta de cero, y una correlación nula con el crecimiento. Existe una elevada autocorrelación de primer y segundo orden entre los residuos de esta regresión, que puede corregirse introduciendo términos AR(1) y AR(2) en la ecuación, siendo entonces de  $-0,02$  el coeficiente de sensibilidad cíclica estimado. La estimación recursiva de este coeficiente era algo más negativa ( $-0,10$ ) hasta 1981 que en los años posteriores, aunque sin llegar a ser nunca significativamente distinta de cero. Las exportaciones de bienes y servicios a precios constantes tampoco muestran una sensibilidad cíclica bien definida, ya que el valor

del coeficiente estimado solo puede considerarse distinto de cero con un margen de error del 67 % aproximadamente y el coeficiente de correlación con el crecimiento real de la economía americana es nulo. La autocorrelación positiva de los residuos de primer orden (0,56) se puede corregir, sin que ello afecte al valor nulo del coeficiente de sensibilidad cíclica estimado. La estimación recursiva del coeficiente de sensibilidad cíclica está siempre entre  $-0,05$  y  $0$ , sin llegar a ser nunca significativamente distinta de cero.

Las importaciones de bienes y servicios a precios corrientes tuvieron una sensibilidad cíclica media de  $0,10$  en el período 1968-1995, con una desviación típica de  $0,05$  y una correlación despreciable con el crecimiento económico. La estimación recursiva del coeficiente de sensibilidad cíclica se sitúa en torno a cero hasta 1981 y se estabilizó en  $0,1$  a partir de 1982. Estos resultados no están muy alejados de los obtenidos para las importaciones a precios constantes, pero son estadísticamente menos sólidos. Las importaciones de bienes y servicios a precios constantes han tenido una influencia estabilizadora significativa, complementando los ajustes cíclicos del consumo nacional (privado y público), para compensar las fluctuaciones procíclicas de la formación bruta de capital. La sensibilidad cíclica de las importaciones se estima en torno a  $0,15$ , con una desviación típica inferior a  $0,04$  y un coeficiente de correlación de  $0,38$ . Hay una importante autocorrelación de primer ( $0,46$ ) y segundo ( $0,40$ ) orden entre los residuos de esta regresión, que se elimina introduciendo términos AR(1) y AR(2) en la ecuación, con lo que el coeficiente de sensibilidad cíclica estimado no varía y su *t-ratio* pasa a ser de  $5,44$ . Las estimaciones recursivas revelan que el coeficiente estimado se ha mantenido estable desde mediados de los años setenta.

En resumen, los cambios cíclicos en la composición de la demanda agregada en términos reales se han caracterizado en Estados Unidos por la evolución procíclica de la demanda nacional, compensada por la evolución anticíclica de las exportaciones netas, fundamentalmente por el ajuste de las importaciones. El origen del comportamiento procíclico de la demanda nacional se halla en la formación bruta de capital, mientras que tanto el consumo privado como el público han tenido una influencia estabilizadora de las fluctuaciones de la inversión.

El ahorro público, con una sensibilidad cíclica elevada, ha sido la variable que más ha contribuido a la estabilización del gasto agregado, por la doble vía de la estabilización de la renta bruta disponible de los otros sectores de la economía nacional y de los gastos de consumo público. La sensibilidad cíclica de la capacidad (+) o necesidad (–) de financiación de las AAPP depende, básicamente, de la del ahorro público, ya que la influencia estabilizadora de la inversión pública y de las transferencias netas de capital ha sido despreciable. La estabilización de la renta bruta

disponible del sector privado se ha producido sobre todo a través de las transferencias corrientes de las AAPP —prestaciones sociales, principalmente—, ya que los ingresos corrientes han tenido una contribución menor y menos sistemática, al compensarse parcialmente los efectos estabilizadores de los impuestos sobre la renta con los del resto de ingresos. El comportamiento de los consumidores privados ha transmitido la estabilización de su renta disponible a la sensibilidad cíclica del gasto de consumo privado aproximadamente en proporción al peso medio del consumo privado en la renta bruta disponible del sector privado.

La inversión privada, con una sensibilidad cíclica muy alta, es la variable que más ha contribuido a desestabilizar o dinamizar el gasto agregado, determinando una notable sensibilidad contracíclica del saldo ahorro-inversión del sector privado, de manera que la capacidad de financiación aumenta sustancialmente en fases recesivas y disminuye con igual intensidad en las fases de expansión.

La sensibilidad cíclica del saldo ahorro-inversión nacional (o saldo de las operaciones corrientes con el resto del mundo, si se mira desde la perspectiva del equilibrio exterior de la economía) depende, por tanto, de la del ahorro público, por una parte, y de la de la inversión privada, por otra, siendo menos importantes las contribuciones de la inversión pública y del ahorro privado. Desde la vertiente del equilibrio exterior, la sensibilidad cíclica del saldo de las operaciones corrientes con el resto del mundo depende, fundamentalmente, de la de las importaciones, con una aportación menor y menos sistemática de las exportaciones, y prácticamente nula de las rentas y transferencias netas del exterior.

## IV

### JAPÓN

#### IV.1. Crecimiento económico y políticas de estabilización

Cuando en 1960 Hayato Ikeda, miembro del Partido Liberal Democrático, tomó posesión de su cargo como primer ministro, el objetivo básico que propuso fue doblar la renta del país en diez años, y aunque la oposición parlamentaria y la mayoría de los economistas consideraban tal objetivo como demasiado ambicioso, pensando que el alto ritmo de crecimiento que la economía japonesa había mantenido desde el final de la Segunda Guerra Mundial tendería a desacelerarse, esa meta se alcanzó en solo siete años. La tasa de crecimiento tendencial del producto, que se había mantenido entre el 8 % y el 9 % desde 1954, se fue acelerando en los dos últimos años de la década de los cincuenta, hasta situarse por encima del 10 % a principios de los sesenta, y se mantuvo en torno a ese nivel durante diez años seguidos, a pesar de las breves, pero acusadas, caídas del crecimiento económico que se registraron en 1962 y en 1965. La desaceleración del crecimiento comenzó en 1969 y gradualmente llegó a descender hasta el entorno del 4 % a mediados de la década de los setenta, estabilizándose alrededor de esa tasa el crecimiento tendencial durante los diecisiete años siguientes, hasta la recesión de 1992-1993.

Entre las razones que se han dado en la literatura para explicar la elevada tasa de expansión económica que se prolongó hasta 1973 figuran, además de las reformas introducidas por la administración militar americana y del estímulo a la demanda de productos japoneses que supuso la guerra de Korea en 1950 y 1951, el bajo precio de las materias primas y productos agrícolas, de cuya importación es muy dependiente la economía japonesa, la alta tasa de ahorro nacional, que permitió financiar la inversión productiva, y las políticas fiscal y monetaria, que tenían como objetivo prioritario la promoción del crecimiento económico (Ito, p. 63). Estos dos últimos factores están estrechamente relacionados y constituyen el rasgo distintivo del llamado «milagro económico» japonés.



Al mismo tiempo, la principal restricción para el crecimiento económico venía dada por la exigencia autoimpuesta por el gobierno nipón de mantener su balanza comercial próxima al equilibrio, prohibiendo en la práctica los flujos de capital con el exterior y, en particular, la inversión extranjera. El proceso de crecimiento en Japón resultó de una serie de combinaciones sorprendentes de elementos contradictorios, que en otras economías han sido, a diferencia de lo observado en la japonesa, fuentes de ineficiencia en la asignación de recursos y obstáculos al desarrollo económico. Estas combinaciones resultan, en general, de fundir elementos de intervención administrativa y regulación minuciosa de los mercados con aplicaciones flexibles de esas normas; de coordinar centralizadamente las estrategias empresariales y de implementarlas con independencia; de llegar a acuerdos para restringir la competencia en algunos aspectos y de competir ferozmente en los restantes; de mantener una economía relativamente cerrada al exterior y alcanzar una gran especialización productiva y un lugar preeminente en el comercio mundial; de ofrecer seguridad total en el empleo y mantener salarios bajos; de imponer escasos controles legales al crecimiento del gasto público y de aplicar una firme disciplina presupuestaria; de forzar el ahorro privado sistemáticamente y mantener la inflación bajo control; de tener un banco emisor independiente, que se somete flexiblemente a los objetivos económicos del gobierno.

Entre los rasgos institucionales más importantes, hay que señalar que el sistema tributario japonés se caracterizaba por una baja presión fiscal, por el predominio de los impuestos directos sobre las cotizaciones sociales y sobre los indirectos, por la recaudación y administración centralizada, por el desarrollo consensuado de las normas tributarias, por la proliferación de todo tipo de incentivos fiscales (al ahorro, al desarrollo regional, a la conservación del medio ambiente, a la modernización tecnológica, a la autofinanciación empresarial, etc.), por las rebajas sistemáticas de tipos impositivos para compensar la acentuada progresividad estructural de las tarifas, y por la evasión fiscal y el trato privilegiado de las rentas no salariales (Ishi, pp. 12, 39, 42, 44 y 68). La política presupuestaria japonesa se ha desarrollado tradicionalmente mediante tres tipos de presupuestos separados: el de la cuenta general del gobierno, el de las cuentas especiales y el de los organismos autónomos. El año fiscal empieza el 1 de abril y el parlamento (Diet) aprueba los presupuestos hacia esta fecha. Sin embargo, los presupuestos pueden revisarse a lo largo del año para adaptarlos a la coyuntura económica, y en los últimos treinta años se han revisado una vez, al menos, en cada ejercicio. Además de los presupuestos, es importante el papel del Programa Fiscal de Inversiones y Préstamos, una especie de presupuesto para los gastos de capital, cuyos fondos proceden, principalmente, de los ahorros captados por la Caja Postal, y que se reparte formalmente entre los tres presu-

puestos citados más arriba. El presupuesto de las cuentas especiales es el más voluminoso, triplicando los fondos canalizados a través del presupuesto general del gobierno, e incluye desde proyectos específicos de inversiones públicas hasta las cuentas de la seguridad social. Las transferencias internas entre los tres presupuestos son numerosas y abultadas. [véase H. T. Shibata (ed.). *Japan's Public Sector*, caps. 3 y 4]. En cuanto a la estructura del sistema monetario y financiero, debe recordarse que, bajo la influencia de los Estados Unidos, tanto el Banco de Japón como el Bank Deutscher Länder, antecesor del Bundesbank alemán, comenzaron a funcionar tras la Segunda Guerra Mundial con la misma independencia de los gobiernos respectivos que la Reserva Federal. Desde entonces, el Banco de Japón siguió una política de fijar tipos de interés bajos, para promover la inversión y el crecimiento económico, y controles directos del crédito mediante racionamiento a través de los grandes bancos, para limitar la expansión de la cantidad de dinero cuando era ineludible. Estos grandes bancos, cabezas de los principales grupos empresariales, estaban fuertemente endeudados con el Banco de Japón y, a su vez, imponían una severa dependencia financiera de su crédito a las empresas que tenían afiliadas, por lo que existía una intermediación financiera muy poderosa protagonizada por estos bancos y el único mercado de fondos desarrollado era el interbancario (Suzuki, 1980).

En las décadas de los cincuenta y sesenta, en las que se mantuvieron tasas muy altas de crecimiento económico, las políticas económicas estuvieron orientadas plenamente hacia ese objetivo. La política tributaria contribuyó activamente a impulsar el crecimiento económico, por el lado de la oferta —en estrecha colaboración con las políticas industriales—, mediante los incentivos fiscales, y, por el lado de la demanda —en combinación con la política monetaria—, mediante rebajas frecuentes de tipos impositivos. La política presupuestaria se basaba en no aumentar las dimensiones del gasto público con respecto al PIB y en el equilibrio presupuestario. El gobierno tenía prohibida por ley la emisión de deuda para financiar el déficit de su cuenta general hasta 1965, aunque podía hacerlo para financiar inversiones, que también se financiaban con el ahorro privado que captaba la Caja Postal. Los gastos en bienes y servicios para el consumo público, y sobre todo los de transferencias, se mantuvieron estables en porcentajes del PIB, a niveles muy bajos, hasta los primeros años de la década de los setenta, mientras que la inversión pública alcanzaba niveles muy elevados. En política monetaria, el Banco de Japón permitía un aumento anual estable de la cantidad de dinero entre el 15 % y el 20 % anual, financiando una expansión en términos nominales de la demanda interna al mismo ritmo, hasta que la restricción impuesta por la balanza comercial exigía una política de desaceleración de la demanda. Normalmente, el banco central inyectaba o drenaba liquidez en el mercado en función del tipo interbancario, ampliando o redu-

ciendo el endeudamiento que tenían los grandes bancos con el banco emisor. Estos bancos transmitían a las empresas dependientes de ellos las variaciones en las condiciones crediticias, que tenían así gran influencia sobre las decisiones de inversión y sobre la demana agregada (Takenaka, p. 154).

Este conjunto de políticas económicas consiguió resultados espectaculares en términos de crecimiento del producto, mediante un intenso esfuerzo inversor, financiado con ahorro interno, que facilitó la obtención de aumentos continuados de productividad, la especialización en las exportaciones industriales y la absorción de la mano de obra excedente de la agricultura. Entre las causas de la elevada tasa de ahorro nacional que financió el crecimiento figuran los bajos niveles de protección social, el alto precio de la vivienda, los incentivos fiscales, la reducida edad media de la población, las retribuciones de los asalariados mediante bonificaciones complementarias semestrales de elevada cuantía, pero de magnitud incierta, que no facilita su consideración por los consumidores como renta disponible permanente, y, en fin, la propia rapidez del crecimiento económico (Takenaka, pp. 32-37). El esfuerzo inversor y la especialización productiva y tecnológica estuvieron coordinados por el poderoso Ministerio de Comercio Internacional e Industria (MITI), mediante comisiones que cohonestaban los intereses de los grupos empresariales privados y los objetivos y restricciones del gobierno, ofreciendo un marco de acuerdo en las grandes decisiones, que luego se ejecutaban en un entorno de competencia muy dura entre las empresas. Se ha destacado, en particular, el papel de las relaciones a largo plazo entre la empresa y los trabajadores, por un lado, y entre esta y el gran banco del que depende su financiación, por otro, para explicar el éxito empresarial japonés (véase M. Aoki. «Toward an Economic Model of the Japanese Firm», *JEL*, 28, nº 1, pp. 1-27, 1990).

Casi todas las fluctuaciones de la economía japonesa entre 1950 y 1970 se desencadenaron por dificultades de balanza de pagos, que, sin embargo, siempre mantuvo una tendencia a registrar saldos por cuenta corriente positivos, con un notable superávit comercial compensado parcialmente por un menor déficit en servicios. Las importaciones japonesas, compuestas en su gran mayoría por petróleo, materias primas y productos agrícolas, aumentaban con el ritmo de actividad interior, mientras que las exportaciones variaban con la renta del resto del mundo, y especialmente de Estados Unidos, que siempre ha sido el principal consumidor de los productos japoneses. Desde 1949 hasta 1971, el tipo de cambio permaneció fijo en 360 yenes por dólar y se mantuvieron estrictos controles de capital, que prácticamente excluían la inversión extranjera en Japón y la salida de ahorro japonés al exterior, de manera que las variaciones del saldo por cuenta corriente se financiaban en su integridad

con movimientos de reservas de divisas. Tales movimientos afectaban a la base monetaria, a la expansión del crédito, y al crecimiento de la inversión y de la demanda agregada, hasta que se corregía la tendencia al desequilibrio de la balanza por cuenta corriente. La política de *stop and go* venía, por tanto, determinada por la restricción exterior de la economía japonesa, que, a su vez, estaba influida fundamentalmente por la posición cíclica de la economía americana.

En la década de los setenta, la economía japonesa experimentó cambios sustanciales en su estructura y funcionamiento, que reducirían su ritmo de crecimiento tendencial y también sus fluctuaciones cíclicas. Tales cambios fueron propiciados, además de por la propia maduración de Japón como economía industrializada, por el nuevo régimen cambiario de flotación del yen, que modificó los mecanismos de ajuste exterior y los condicionamientos de la política monetaria; por el desarrollo del estado del bienestar, que impulsó el aumento del peso de las prestaciones sociales en el PIB, y que generaría a partir de mediados de la década una importante tendencia hacia el déficit en las cuentas públicas; y, en fin, por las crisis del petróleo, que impondrían a Japón una reconversión de grandes proporciones en su aparato productivo, muy dependiente de la energía importada. Hacia finales de la década de los sesenta, la economía japonesa seguía manteniendo ritmos de expansión muy altos de su demanda y el saldo por cuenta corriente tendía firmemente hacia el superavit, mientras que la orientación deficitaria del comercio exterior americano era cada vez más clara, no solo en relación con Japón, sino también con Alemania. Era evidente, por tanto, que el yen estaba infravalorado al tipo de cambio de 360 yenes por dólar que se había fijado en 1949. En agosto de 1971 se produjo lo que en Japón se conoce como «el choque de Nixon», cuando se reconoció formalmente la inconvertibilidad del dólar en oro. A finales de ese mes, las monedas nacionales comenzaron a flotar y el yen a apreciarse, y a finales de año se llegó al Acuerdo Smithsoniano para estabilizar los tipos de cambio bilaterales de las principales divisas en torno a unas paridades nuevas, con unos ciertos márgenes de fluctuación. La cotización del yen se acordó que fuera de 308 unidades por dólar. Sin embargo, el acuerdo no pudo mantenerse, a pesar de los esfuerzos coordinados de intervención en los mercados por los bancos centrales para preservar la estabilidad cambiaria hasta finales de 1972. En febrero del año siguiente, el dólar se devaluó unilateralmente y los demás países decidieron que las paridades acordadas a finales de 1971 no podían sostenerse. Desde 1973, el yen ha estado flotando libremente, aunque con intervenciones esporádicas de las autoridades.

La principal preocupación de la política económica japonesa en la fase de transición hacia el nuevo régimen cambiario de flotación del yen,

durante los años 1971-1973, fue evitar una apreciación rápida y excesiva de su divisa, que pudiera poner en peligro el superávit comercial que mantenía e inducir tendencias recesivas en su economía. Se decidió entonces poner en práctica políticas monetarias y fiscales expansivas, desplazando el objetivo de estas políticas «desde el crecimiento económico hacia el bienestar» (véase Kurosaka. *Fiscal policy in Postwar Japan*, Japanese Economic Studies, primavera, 1989, p. 19), y aceptando las consecuencias inflacionistas que tales políticas implicaban. El Banco de Japón aumentó rápidamente la oferta monetaria, con el fin de mantener el yen subvalorado, sin conseguirlo, y el superávit por cuenta corriente creció, a pesar de la expansión de la demanda interna que pretendía reducirlo, mientras las presiones inflacionistas internas quedaban latentes, por la reducción de los precios de importación derivada de la apreciación del yen. Simultáneamente, la expansión del gasto público promovida por el primer ministro Kakuei Tanaka se basó, por una parte, en el «Plan de Reconstrucción del Archipiélago Japonés», que aumentó la inversión pública y consiguió la reducción del tipo de descuento para facilitar su financiación, y, por otra, en la revisión de las leyes de seguridad social sobre pensiones y asistencia sanitaria, que elevaron las prestaciones sociales para hacer de 1973 «el primer año de la era del bienestar» (Kurosaka, p. 19). Sin embargo, 1973 también fue el año en el que se empezó a acelerar la inflación cinco puntos porcentuales a lo largo de los tres primeros trimestres, antes de que se produjera la drástica subida de los precios del petróleo en el cuarto, provocando en 1974 la primera caída del producto real en Japón desde la Segunda Guerra Mundial, y la «inflación salvaje» que elevó el crecimiento del deflactor del PIB por encima del 20 % en ese año, alimentada por las reivindicaciones salariales explosivas de la primavera (Ito, p. 241)

El impacto de los choques del petróleo sobre la economía japonesa fue mucho mayor que el registrado por otras economías occidentales, debido a su falta de recursos energéticos y a su especialización en industrias intensivas en consumo de energía. Este impacto causó un descenso de la productividad y de la renta real, y una exigencia de reconversión del aparato productivo. La producción industrial cayó más rápida e intensamente en Japón (20 % entre el pico de noviembre de 1973 y mayo de 1975) que en otros países, y se registraron saldos negativos por cuenta corriente en 1974 y 1975, años en los que la tasa de inversión nacional se redujo más de cinco puntos porcentuales del PIB. Estos fueron los tres factores fundamentales en la desaceleración del crecimiento económico japonés desde 1973: las crisis del petróleo, el descenso de la tasa de inversión y el menor progreso tecnológico (Ito, p. 71).

La política fiscal expansiva de los primeros años de la década, concebida bajo la hipótesis de que el fuerte crecimiento de la economía ja-

ponesa en los años sesenta se prolongaría otros diez años, dio lugar a la aparición de un déficit público equivalente al 2,8 % del PIB en 1975, que se ampliaría hasta un 5,5 % en 1978. Entre las causas de este desequilibrio financiero del sector público se han citado la desaceleración del crecimiento económico, en contra de las expectativas de las autoridades, y el desarrollo de las prestaciones sociales (Ishi, p. 54), junto a los aumentos de sueldo de los funcionarios, para compensar la inflación registrada, y la bajada de impuestos en 1974 (Takenaka, p. 17), y el error posterior de las autoridades, al tratar de estimular en vano, mediante el déficit público, una economía aparentemente deprimida, que en realidad estaba funcionando casi a plena capacidad (Ito, p. 167). Según Noguchi («Public Finance», en *The Political Economy of Japan*, vol. I: *The Domestic Transformation*, Ed. K. Yamamura y Y. Yasuba, Stanford University Press, 1987, pp. 205-208, citado por Ito, p. 170), la reforma de la seguridad social de 1973 hizo el sistema demasiado generoso. Se introdujo atención sanitaria gratuita para los ancianos y subvenciones para financiar los tratamientos médicos costosos. La aportación pública al seguro médico de los trabajadores autónomos se subió del 50 % al 70 %. También se elevaron las pensiones. El importe de la pensión de vejez se elevó del 20 % al 43 % del salario medio. Noguchi sostiene que estas reformas se llevaron a cabo sin basarse en un cálculo financiero fiable, y que fueron la causa del aumento del gasto público en la segunda mitad de los setenta, puesto que la mayoría de las prestaciones estaban indicadas con la inflación. Noguchi afirma que el Ministerio del Bienestar sobreestimó burdamente el crecimiento futuro de las cotizaciones sociales, no teniendo en cuenta que el envejecimiento de la población llevaba a un aumento de los beneficiarios de las prestaciones y a un descenso de los cotizantes, que generaría abultados déficit en el futuro si se mantenía la estructura de cotizaciones y prestaciones entonces establecida.

Tras la política monetaria expansiva implementada por el Banco de Japón en los primeros años de la década de los setenta, se adoptó una nueva orientación a partir de 1975, centrada en el control de la oferta monetaria como objetivo intermedio (M2 + Certificados de depósito), de carácter trimestral. Aunque el Banco de Japón prefiere hablar de «previsión» en vez de utilizar el término «objetivo», la realidad es que, desde entonces, tanto el crecimiento tendencial como las fluctuaciones de la cantidad de dinero se han reducido apreciablemente, en línea con lo observado para el PIB a precios corrientes, y sin que aparentemente se haya visto afectado su crecimiento a precios constantes. Incluso Milton Friedman ha alabado la política seguida por el Banco de Japón, calificándola de monetarista en la práctica sin alardear de ello con declaraciones retóricas (Ito, p. 130). Por otra parte, los flujos de capitales con el exterior también se desarrollaron notablemente en los años setenta. Los controles de capital se fueron relajando gradualmente, a impulsos de las fluc-

tuaciones del tipo de cambio yen/dólar, con vistas a favorecer su estabilidad. Cuando las autoridades japonesas deseaban contrarrestar una tendencia a la apreciación del yen, suavizaban alguna restricción a la salida de capitales, y, si lo que pretendían era frenar una depreciación de su divisa, eliminaban algún obstáculo a la entrada de capitales. Pero hasta que se promulgó la Ley de Control del Comercio y los Cambios Exteriores, en diciembre de 1980, la regla era que estaban prohibidas todas las operaciones exteriores de capital que no hubieran sido expresamente autorizadas, mientras que desde entonces la norma es la contraria (Ito, p. 321).

En política fiscal, el gobierno anunció un plan, en enero de 1976, para eliminar en 1980 la necesidad de financiación de las AAPP. Sin embargo, la menor fortaleza del crecimiento en relación con lo esperado y la nueva ola recesiva asociada a la segunda crisis del petróleo hicieron evidente que los ingresos públicos no crecerían lo suficiente para absorber el déficit, a menos que se subieran los impuestos. Un intento de introducir el impuesto sobre el valor añadido en 1979 acabó en completo fracaso, y, como consecuencia, el gobierno cambió su estrategia de consolidación fiscal, basándola ahora en recortes del gasto público (Ishi, p. 54). En enero de 1979 se anunció un nuevo plan, con el objetivo de eliminar el déficit en 1984, mediante una congelación general de los gastos, de manera que el deslizamiento de los contribuyentes hacia tramos más altos de la escala de tipos impositivos en los impuestos sobre la renta y el capital permitiera enjugar el déficit presupuestario. El desequilibrio de las cuentas públicas se redujo, pero no fue posible cumplir el objetivo fijado en 1979, de manera que en agosto de 1983 se pospuso el horizonte de consolidación fiscal hasta 1990, cuando finalmente se cumplió. La explicación de estos retrasos en el proceso de consolidación fiscal se puede atribuir solo parcialmente a los efectos recesivos que produjo el encarecimiento de los precios del petróleo a partir de 1979 y en la escasa fortaleza del crecimiento económico hasta 1983. Otra parte de la explicación se encuentra en que la estrategia de consolidación fiscal basada en los aumentos de ingresos chocó con un claro rechazo social.

El segundo choque del petróleo tuvo un impacto inflacionista y recesivo sobre la economía japonesa mucho menor que el primero, a pesar de que el incremento de la factura energética fue bastante más elevado. Las razones básicas que explican este menor impacto son la política monetaria más restrictiva que estaba aplicando el Banco de Japón, el menor crecimiento de la demanda agregada y las menores expectativas inflacionistas —que facilitaron la moderación salarial—, y los progresos realizados en el ahorro de energía por unidad de producto. La respuesta de Japón a los choques del petróleo fue diferente a la de Estados Unidos y Alemania, ya que transmitió más intensamente la subida del coste de la

energía a los precios internos, de manera que el precio relativo de la energía con respecto al trabajo, y de este con respecto al capital, aumentó más en Japón que en los otros dos países, porque en Estados Unidos llegó al mercado de trabajo la generación del *baby boom* de los sesenta, y en Alemania se substituyó parcialmente el petróleo importado por carbón nacional. En consecuencia, el ahorro energético y la renovación tecnológica fueron mayores en Japón, porque se substituyeron energía y trabajo por capital, aumentando la productividad a largo plazo y mejorando su competitividad (Takenaka, pp. 23-26).

Como consecuencia del segundo encarecimiento de los precios del petróleo, Japón redujo su tasa de crecimiento ligeramente, sin llegar a entrar en recesión, pero se mantuvo la tendencia descendente de la inflación. También experimentó déficit por cuenta corriente en 1979 y 1980, no solo por el aumento de su factura energética, sino también por la apreciación del yen entre finales de 1976 y mediados de 1978. Pero, como en la crisis anterior, las exportaciones vinieron a ser el motor de la reactivación económica, impulsadas por las ganancias de productividad conseguidas, que permitieron que continuara el descenso de los precios de exportación, y por la tendencia del yen a la depreciación, que se prolongaría hasta 1985. La recuperación fue, no obstante, más lenta que la de mediados de los setenta, porque la elasticidad-renta de las exportaciones era el factor predominante y la economía americana no se recuperaría hasta 1983.

La estrategia de consolidación fiscal basada en los ingresos que se había elegido inicialmente encontró fuertes resistencias en la sociedad japonesa. El sistema tributario se había ido volviendo cada año más ineficiente y falto de equidad, imponiendo tipos bastante elevados sobre bases muy estrechas y distorsionando las decisiones de ahorro e inversión. Desde hacía tiempo existía una creciente presión para realizar reformas tributarias que promovieran una mayor equidad y neutralidad impositivas, suprimiendo exenciones, bonificaciones y privilegios fiscales que habían proliferado anteriormente para afectar a los incentivos de los contribuyentes. Las tres quejas principales de los contribuyentes habían sido tradicionalmente estas (Ishi, p. 55): a) el deslizamiento hacia tramos con tipos impositivos más altos por efecto de la inflación; b) la evasión fiscal de las rentas no salariales, y c) los privilegios concedidos a los no asalariados para reducir su base imponible. En particular, la inexistencia de un solo impuesto general sobre la renta facilitaba la aparición de tratos discriminatorios según la fuente de renta, y la presión fiscal sobre intereses, dividendos y ganancias de capital siempre fue muy baja. Estas razones, junto con la conveniencia de disponer de un impuesto sobre el consumo que permitiera aumentar la presión fiscal para financiar los desequilibrios futuros que se esperaban en el sistema de seguridad social japonés, justificaron la introducción del impuesto sobre el valor añadido en 1989.



Las características de la política fiscal japonesa en los años ochenta han sido, en buena medida, opuestas a las que tuvo en la década anterior. En los años setenta, el gasto público aumentó considerablemente su peso en el PIB, el sistema tributario se hizo más complejo y discriminatorio y el déficit tendió a aumentar. En la década de los ochenta, el tamaño relativo al PIB del gasto público disminuyó ligeramente entre 1983 y 1992, hubo reformas tributarias para simplificar y hacer más equitativo el sistema fiscal y se pasó de un déficit público del 5,5 % del PIB en 1978 a un superávit del 3 % en 1990-1991. Esta política de consolidación fiscal hizo que las AAPP absorbieran una menor proporción del ahorro privado, y ello se reflejó en un mayor superávit de la balanza de pagos japonesa. Por el lado de los gastos, el esfuerzo principal de recorte se realizó entre 1983 y 1985, pero se prolongó en la segunda mitad de la década y fue acompañado de importantes reformas administrativas, para reducir el tamaño de las AAPP, de privatizaciones de empresas públicas y de medidas liberalizadoras en algunos sectores, que contribuyeron a aumentar la competencia y el crecimiento potencial de la economía. Por el lado de los ingresos, el relanzamiento de la actividad económica desde 1986 permitió acelerar la reducción del desequilibrio presupuestario, al tiempo que se abordaban las modificaciones del sistema fiscal que la sociedad japonesa demandaba. La orientación de la reforma tributaria en Japón en los años ochenta fue la misma que en otros países industrializados: reducir la progresividad del impuesto sobre la renta y los tipos del impuesto sobre sociedades, simplificando su estructura y ampliando las bases imponibles, y desplazar parte de la presión fiscal hacia los impuestos indirectos. En los años noventa, las líneas de reforma tributaria han sido corregir los defectos de la imposición sobre el consumo, aumentar la imposición sobre los activos reales (como la tierra) y financieros, y armonizar el sistema tributario con los vigentes en otros países (Takenaka, p. 135). En abril de 1991, el parlamento aprobó el impuesto sobre el valor de la tierra, que entró en vigor en 1992. En 1991 también se introdujeron recargos temporales en el impuesto de sociedades, cuyo tipo se elevó 2,5 puntos, y en el impuesto especial sobre el petróleo, que se subió un 50 %, con objeto de financiar la contribución japonesa al Fondo de Paz del Golfo.

El desarrollo de la política económica en Japón durante los años ochenta estuvo muy condicionado por la evolución de la economía norteamericana. La política monetaria restrictiva y el aumento del déficit público en Estados Unidos en los primeros años de la década causaron una elevación de los tipos de interés y de la necesidad de financiación de la economía americana, unas entradas masivas de capital y una fuerte apreciación del dólar. La posterior recuperación de la economía supuso un gran estímulo para las exportaciones japonesas a Estados Unidos, que sostuvieron el ritmo de actividad económica en Japón. La implica-

ción de esta divergencia cíclica y de las políticas económicas aplicadas en las dos mayores economías del mundo fue la ampliación sustancial del superávit comercial japonés y del déficit americano. Para eliminar este desequilibrio, los cinco mayores países llegaron a un acuerdo en septiembre de 1985, en el hotel Plaza de Nueva York, corrigiendo la sobrevaloración del dólar. Como resultado del acuerdo, el yen se apreció un 60 % durante los nueve meses siguientes. La política monetaria americana entre 1985 y 1987 trató de colaborar en este objetivo de eliminar el déficit comercial de Estados Unidos, y la política monetaria japonesa respaldó la apreciación del yen. En esta etapa, con una inflación baja y un elevado ritmo de crecimiento económico, la expansión monetaria sobrepasó reiteradamente las «previsiones» del Banco de Japón, y los precios de los activos, y sobre todo el de la tierra, se dispararon. En ambos fenómenos también influyó el proceso de liberalización e innovación financieras que tuvo lugar al mismo tiempo.

Sin embargo, la fuerte apreciación del yen y la expansión de la demanda interna en Japón en la segunda mitad de la década pasada no consiguieron equilibrar su saldo por cuenta corriente, que siguió mostrando un superávit del 1,5 % del PIB, aproximadamente, en su punto mínimo (1990). En términos reales, el peso de las exportaciones en el PIB se redujo del 11,4 % en 1985 al 10,1 % en 1987, pero volvió a aumentar a partir de ese año, y en 1992 alcanzó su máximo nivel anterior. Las importaciones reales, en cambio, pasaron del 7,6 % del PIB en 1985 al 10,1 % en 1990, pero descendieron al 9,6 % en 1992, por efecto de la desaceleración del crecimiento económico. En términos nominales, el peso de las exportaciones en el producto cayó del 14,5 % en 1985 al 10,4 % en 1987, pero el de las importaciones también se redujo desde el 11,1 % en 1985 al 7,2 % en 1987, compensándose prácticamente ambos cambios. Sin duda, el descenso del precio del petróleo en 1986 también contribuyó de forma importante a la reducción de la factura energética japonesa y a la pérdida de peso de las importaciones en el PIB a precios corrientes: en 1980, la mitad de las importaciones de Japón —medidas en yenes— eran productos energéticos, en 1985 solo el 43 % y en 1987 el 27 %. Pero el rasgo más destacado de esta evolución del comercio exterior japonés siguió siendo la continuada fortaleza de sus exportaciones, cuyos precios se redujeron casi un 18 % entre 1985 y 1987. La explicación más verosímil de este comportamiento es la sugerida por Krugman («Long-run Effects of the Strong Dollar», en R. Marston (ed.). *Misalignment of Exchange Rates: Effects on Trade and Industry*, University of Chicago Press, 1988, pp. 277-294), que destaca que el período de apreciación del dólar produjo una expansión enorme de la capacidad productiva y unas ganancias de productividad igualmente notables de la industria japonesa, que luego permitieron absorber más de un 40 % del impacto de la apreciación del yen mediante reducciones de precios, gracias a

ahorros de costes y, en una pequeña parte, a compresión de los márgenes empresariales.

Japón llevó a cabo un importantísimo esfuerzo de consolidación fiscal en la década de los ochenta. En 1987, las cuentas públicas se saldaron con superávit por primera vez desde 1974, y en los años siguientes este saldo positivo aumentó sostenidamente, hasta alcanzar un 3 %, aproximadamente, del PIB en 1991. Las reformas estructurales llevadas a cabo simultáneamente contribuyeron a aumentar la eficiencia en la asignación de recursos y el crecimiento potencial de la economía japonesa. Cuando se produjo la recesión de 1992, Japón disfrutaba de un apreciable margen de maniobra para utilizar la política fiscal con fines anticíclicos, que fue aprovechado con efectos estabilizadores muy notables. En agosto de 1992, tras constatarse los primeros signos de debilitamiento de la actividad económica, el gobierno japonés adoptó medidas fiscales expansivas por el lado del gasto, equivalentes a 2,3 puntos porcentuales del PIB: 1,2 para inversión pública, que se había recortado a lo largo del proceso de consolidación fiscal de la década anterior; 0,5 para adquisición de terrenos, sosteniendo así los precios de la tierra, que se estaban desplomando tras explotar la burbuja especulativa que se había creado en la segunda mitad de los años ochenta; y el resto, para préstamos a otros agentes, cuyo colateral se encontraba seriamente dañado por el descenso de precios de los activos reales. Entretanto, la política monetaria también se relajó abiertamente y el Banco de Japón redujo su tipo redescuento en seis ocasiones entre junio de 1991, cuando se situaba en el 6 %, y septiembre de 1993, cuando se fijó en un 1,5 %. Sin embargo, el crecimiento real se desaceleró desde casi el 4 % de 1991 al 1 % en 1992, y la economía japonesa entró en recesión, con un ligero descenso del producto real en el promedio de 1993.

Ante una caída absoluta del PIB a precios constantes que no se registraba desde hacía veinte años, la política fiscal japonesa respondió con dos paquetes adicionales de medidas orientadas a sostener el ritmo de actividad económica. En abril y septiembre de 1993 se aprobaron nuevas expansiones del gasto por un importe cercano al 4 % del PIB (de los cuales dos puntos se destinaban a inversión pública, 0,4 a adquisición de terrenos y el resto a financiar la formación bruta de capital fijo de otros sectores). Como consecuencia de la recesión y de las medidas discrecionales adoptadas en 1992 y 1993, el saldo presupuestario arrojó un déficit del 1,4 % del PIB en este último año, y, cuando la economía japonesa empezó a recuperarse, el relanzamiento de la actividad mostró una escasa fortaleza, con crecimientos del PIB real menores del 1 % en 1994 y 1995, muy inferiores a los que habían caracterizado a las anteriores fases de recuperación cíclica —un rasgo común a la mayoría de los países industrializados, que aparentemente no es sino otra manifestación de su

comportamiento cada vez más estable a lo largo de los sucesivos ciclos económicos—. Aunque la política monetaria continuó relajándose en esta fase cíclica de lenta recuperación, hasta situar el tipo de descuento del Banco de Japón en el 1 % a mediados de abril de 1995 y en el 0,5 % en agosto de ese año, la apreciación del yen tendió a amortiguar la expansión de las exportaciones y la deflación del precio de los activos, y las pérdidas acumuladas por el sistema financiero inhibían el aumento del crédito, por lo que el gobierno persistió en la aplicación de una política fiscal expansiva, con más medidas de estímulo a la actividad económica en febrero de 1994 y septiembre de 1995 —por una cuantía equivalente al 3 % del PIB, aproximadamente, en cada caso—, combinando las expansiones anteriores del gasto público directo en inversión pública y adquisición de terrenos, y de intermediación financiera como prestamista de fondos para acometer proyectos de inversión en otros sectores, con una rebaja impositiva de 1,2 puntos porcentuales del PIB en febrero de 1994. Como consecuencia el déficit publicó, aumentó hasta el 2,4 % del PIB en 1994 y hasta casi el 3 % en 1995, alcanzando un nivel que las autoridades japonesas consideran muy elevado, dadas las perspectivas a largo plazo de las finanzas públicas, que se verán fuertemente afectadas por el envejecimiento previsto de la población.

#### **IV.2. Ingresos, gastos y saldo de las cuentas públicas**

En los años sesenta, cuando el crecimiento de la economía japonesa fue más rápido, el gasto público apenas aumentó dos puntos porcentuales su participación en el PIB hasta 1965, estabilizándose en la segunda mitad de la década. Los ingresos públicos mantuvieron constante su peso en el producto en los primeros años, por lo que el saldo de las cuentas públicas, que registraba un superávit de aproximadamente el 2 % del PIB en 1960, fue ligeramente deficitario en 1966. Sin embargo, el aumento de la presión fiscal en los años posteriores volvió a situar el saldo presupuestario en superávit hasta la recesión de 1974. En cambio, durante la década de los setenta hubo en Japón una expansión muy fuerte del gasto público, que pasó de representar algo menos del 20 % del PIB en 1970 a situarse por encima del 32 % en 1980, una expansión que fue más acelerada en la primera mitad de la década (siete puntos porcentuales) que en la segunda (cinco puntos porcentuales), según puede observarse en el gráfico IV.1. El crecimiento de los ingresos durante este período, aunque importante, no fue suficiente para financiar un aumento del gasto de esa magnitud, de manera que el saldo de las cuentas públicas, que había sido positivo hasta 1974, se deterioró rápidamente, hasta registrar un déficit máximo del 5,5 % del PIB en 1978. La absorción gradual de este desequilibrio presupuestario, cuyo origen se

**JAPÓN**  
**INGRESOS, GASTOS Y SALDO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS**

**ver gráfico IV.1**

Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

estudiará luego con más detalle, fue una de las prioridades de la política económica japonesa en la década de los ochenta, y se basó en la limitación del aumento del gasto, para mantener constante su peso en el PIB, y en el crecimiento tendencial de los ingresos, principalmente de los impuestos sobre la renta de las personas físicas, hasta equilibrarse con los gastos.

El peso del gasto público en el PIB siguió elevándose hasta 1983, pero el aumento tendencial de los ingresos, inducido, en buena parte, por la inflación y la progresividad del impuesto sobre la renta, permitió rebajar el déficit público hasta el 3,6 % del PIB en ese año. En 1984-1985, el gasto en porcentaje del PIB se redujo en unos dos puntos porcentuales, quedando prácticamente estabilizado hasta la recesión de 1993, mientras el aumento continuado de los ingresos llegaba a equilibrar el presupuesto en 1987 y luego a generar un superávit creciente, que ascendió al 3 % del PIB en 1991. En la primera mitad de la década de los noventa, la desaceleración del crecimiento económico ha ido asociada a la inversión de las tendencias que habían seguido los ingresos y gastos públicos en la década anterior, por lo que el saldo de las cuentas públicas volvió a ser deficitario a partir de 1993, situándose próximo al 3 % del PIB en 1995.

Los resultados de estimar la sensibilidad cíclica de los ingresos totales, los gastos totales y la capacidad (+) y necesidad (–) de financiación de las Administraciones Públicas para el período 1961-1995 se recogen en el cuadro IV.1. Los ingresos totales muestran una sensibilidad cíclica y una correlación con el crecimiento de la economía nulas. La estimación recursiva de este coeficiente indica, sin embargo, que su valor no se ha mantenido estable a lo largo del período muestral, sino que fue haciéndose cada vez más negativo hasta finales de los años setenta, aproximándose luego a cero, sobre todo en los primeros años noventa. Para el período 1961-1978, el coeficiente de sensibilidad cíclica estimado es  $-0,06$ , significativamente menor que cero al 85 % de confianza. Para los años 1979-1995, en cambio, el valor estimado es de  $0,30$ , con *t-ratio* de  $3,04$  y una correlación de  $0,34$  con el crecimiento económico. Cabe concluir, por tanto, que los ingresos públicos totales en Japón tuvieron un sesgo desestabilizador en la década de los setenta y que luego han ido aumentando su sensibilidad cíclica, hasta ejercer una notable influencia estabilizadora en los últimos años.

Los gastos públicos totales han tenido una sensibilidad cíclica negativa ( $-0,09$ ) en el promedio del período 1961-1995, que es de signo estabilizador con un nivel de confianza del 98 %, aunque su correlación con el crecimiento económico ha sido pequeña ( $0,13$ ). La autocorrelación positiva de los residuos de esta regresión se corrige introduciendo términos AR(1) y MA(3) en la ecuación, sin que se vea muy afectado el valor del

**JAPÓN (1961-1995)**  
**SENSIBILIDAD CÍCLICA DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS**  
**Variaciones anuales, en porcentajes del PIB**

	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>Sensibi- lidad</i>	<i>t</i>	<i>DW</i>	<i>R<sub>a</sub><sup>2</sup></i>
Ingresos totales .....	0,36	0,76	-0,00	0,19	1,59	0,00
Gastos totales .....	0,52	0,87	-0,09	2,50	1,15	0,13
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación .....	-0,16	1,12	0,09	1,72	1,43	0,06
PRO MEMORIA:						
PIB real (tasa) .....	5,57	3,79	—	—	—	—

coeficiente de sensibilidad cíclica estimado (-0,12). La estimación recursiva de este coeficiente revela que existe una clara ruptura hacia finales de los setenta. Para el subperíodo 1961-1978 se estima una sensibilidad cíclica muy estable de -0,19, con una *t-ratio* de 5,63 y una correlación de 0,65 con el crecimiento económico. Para la segunda mitad de la muestra, el valor del coeficiente es de -0,26, con una *t-ratio* de 2,74 y una correlación más baja (0,29) con el crecimiento. Puede concluirse, por tanto, que el gasto público total ha ejercido una influencia estabilizadora relativamente modesta en la economía japonesa a lo largo de los últimos treinta y cinco años.

La capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas ha mostrado, en el promedio del período 1961-1995, una sensibilidad cíclica de 0,09, significativamente mayor que cero, con un margen de error del 10 %, pero con una correlación muy baja con el crecimiento económico. La estimación recursiva del coeficiente de sensibilidad cíclica tiene un perfil dominado por los cambios de sensibilidad cíclica de los ingresos, que ya se han comentado. Para el período 1961-1978, el valor estimado es de 0,13, significativamente mayor que cero al 96 % de confianza y con una correlación de 0,2 con el crecimiento, mientras que para los años 1979-1995 se estima un valor de 0,56, con una desviación típica de 0,1 y una correlación de 0,66 con el crecimiento económico. Puede afirmarse que la política fiscal japonesa no ejerció una influencia estabilizadora importante en los años sesenta y setenta, pero que en el período posterior ha aumentado notablemente sus efectos estabilizadores, como consecuencia, principalmente, del aumento de la sensibilidad cíclica de los ingresos públicos en la década de los noventa.

Para estimar cuál ha sido la sensibilidad cíclica de la política fiscal japonesa en el período más reciente, se ha examinado el *test* de ruptura

**JAPÓN (1979-1995)**  
**SENSIBILIDAD CÍCLICA DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS**  
**Variaciones anuales, en porcentajes del PIB**

	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>Sensibi- lidad</i>	<i>t</i>	<i>DW</i>	<i>R<sub>a</sub><sup>2</sup></i>
Ingresos totales .....	0,39	0,87	0,30	3,04	1,52	0,34
Gastos totales .....	0,30	0,81	-0,26	2,74	1,49	0,29
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación .....	0,10	1,22	0,56	5,60	2,02	0,66
PRO MEMORIA:						
PIB real (tasa) .....	3,22	1,80	—	—	—	—

de Chow, que indica que 1979 es el año en el que existe una menor probabilidad de error si se supone que en esa fecha hay un cambio estructural. En el análisis que sigue de los efectos estabilizadores de la política fiscal en Japón se presentarán en los cuadros las estimaciones de la sensibilidad cíclica de las distintas variables para el período 1979-1995, comentando en el texto los resultados más relevantes que se obtienen para el conjunto del período muestral (1961-1995) y para la primera parte de la muestra (1961-1978). El cuadro IV.2 reproduce las estimaciones del cuadro anterior, pero referidas ahora al período 1979-1995. Los cambios más destacables se encuentran en los aumentos de las sensibilidades cíclicas de los ingresos totales y, en menor medida, de los gastos (en valor absoluto). Como consecuencia, la capacidad (+) o necesidad (-) de financiación se estima que ha tenido una sensibilidad cíclica mucho más elevada en la segunda mitad de la muestra. Las tres ecuaciones tienen una cierta autocorrelación positiva de los residuos, que puede corregirse sin afectar de manera importante a los valores estimados de los coeficientes de sensibilidad cíclica. Las estimaciones recursivas de estos coeficientes confirman que los efectos estabilizadores de la política fiscal han ido haciéndose más intensos con el transcurso del tiempo, especialmente en la recesión de los años noventa y a través de los ingresos.

### IV.3. Efectos estabilizadores de la renta disponible

La renta nacional bruta disponible —que es igual al producto interior bruto más el saldo de las rentas y transferencias corrientes netas procedentes del exterior— y su composición sectorial en porcentajes del PIB han seguido la evolución tendencial y las fluctuaciones representadas en



el gráfico IV.2. La renta nacional se ha mantenido muy estable con respecto al PIB, dada la escasa importancia relativa de los flujos de rentas y transferencias de la economía japonesa con el resto del mundo, y, por tanto, las tendencias y fluctuaciones de las rentas de las Administraciones Públicas y del resto de los sectores residentes han sido estrictamente complementarias. Los efectos estabilizadores que la política fiscal japonesa ha ejercido sobre la renta bruta disponible del sector privado en el período 1979-1995, a través de sus operaciones de ingresos y transferencias corrientes, se presentan en el cuadro IV.3.

En el período 1961-1978, la política fiscal japonesa no tuvo efectos estabilizadores bien definidos sobre la renta disponible del sector privado, debido, principalmente, a las medidas discrecionales poco oportunas que se adoptaron en distintos años. En el gráfico IV.2 puede apreciarse la incidencia desestabilizadora de las medidas expansivas de 1972 y 1978, cuya corrección en 1973 y 1979 fue tardía. Asimismo, la expansión fiscal en la recesión de 1974 también fue retrasada, ejerciendo sus efectos mayores en 1975, cuando la economía ya se estaba recuperando, mientras que en la desaceleración del crecimiento de 1980 la política fiscal no se ajustó suficientemente, sino que permaneció orientada a reducir el abultado déficit público que se había generado en la segunda mitad de los años setenta. Esta experiencia contrasta con los ajustes más sistemáticos de la renta bruta disponible de las AAPP a la situación cíclica de la economía que tuvieron lugar a partir de 1981, destacando como atípicos los avances en la consolidación fiscal de los años 1987, cuando se restableció el equilibrio presupuestario, y 1994, cuando se contuvo el aumento del déficit público, a pesar de persistir la debilidad del crecimiento económico.

La renta bruta disponible de las AAPP mostró, en los años 1961-1978, una sensibilidad cíclica de 0,06, la de la renta nacional fue nula y, en consecuencia, la del sector privado fue de -0,06, todas ellas no significativamente distintas de cero y sin correlación con el crecimiento económico. En cambio, durante el período 1979-1995, la renta bruta disponible de las AAPP pasó a tener una sensibilidad cíclica media de 0,44, con una desviación típica de 0,07 y una correlación de 0,72 con el crecimiento de la economía japonesa. Es decir, por cada punto porcentual de fluctuación del crecimiento real, las operaciones de redistribución de renta de las Administraciones Públicas han hecho que la participación en el PIB de su renta bruta disponible fluctúe en el mismo sentido en 0,44 puntos porcentuales, de manera que la participación de la renta bruta disponible del sector privado en el PIB ha oscilado en sentido contrario y en una magnitud aproximadamente igual. En consecuencia, el efecto estabilizador de la política fiscal sobre la renta disponible del sector privado ha sido ligeramente superior a 0,4. Los coeficientes de determinación ajus-

**JAPÓN**  
**RENTA NACIONAL BRUTA DISPONIBLE Y SU COMPOSICIÓN SECTORIAL**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

**JAPÓN (1979-1995)**  
**EFFECTOS ESTABILIZADORES DE LA RENTA DISPONIBLE**  
**Variaciones anuales, en porcentajes del PIB**

	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>Sensibi- lidad</i>	<i>t</i>	<i>DW</i>	<i>R<sub>a</sub><sup>2</sup></i>
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS:</b>						
<b>Ingresos corrientes</b> .....	<b>0,39</b>	<b>0,87</b>	<b>0,30</b>	<b>3,04</b>	<b>1,52</b>	<b>0,34</b>
Impuestos sobre producción e importación .....	0,07	0,28	0,02	0,57	2,55	0,00
Impuestos sobre la renta .....	0,01	0,66	0,28	4,65	1,33	0,56
Cotizaciones sociales .....	0,21	0,26	-0,03	0,70	2,25	0,00
Otros ingresos .....	0,10	0,34	0,02	0,40	2,48	0,00
<b>Transferencias corrientes</b> ....	<b>0,28</b>	<b>0,57</b>	<b>-0,15</b>	<b>2,01</b>	<b>1,53</b>	<b>0,16</b>
Prestaciones sociales .....	0,22	0,36	-0,12	2,88	2,34	0,31
Subvenciones .....	-0,04	0,13	-0,00	0,21	2,53	0,00
Intereses pagados .....	0,10	0,23	-0,02	0,70	0,22	0,00
Otras transferencias .....	0,00	0,00	-0,00	0,60	1,43	0,00
<b>Renta bruta disponible</b> .....	<b>0,11</b>	<b>0,93</b>	<b>0,44</b>	<b>6,56</b>	<b>2,65</b>	<b>0,72</b>
<b>RESTO DE SECTORES:</b>						
<b>Renta bruta disponible</b> .....	<b>-0,09</b>	<b>0,88</b>	<b>-0,41</b>	<b>6,09</b>	<b>2,52</b>	<b>0,69</b>
<b>ECONOMÍA NACIONAL:</b>						
<b>Renta bruta disponible</b> .....	<b>0,02</b>	<b>0,16</b>	<b>0,03</b>	<b>1,47</b>	<b>1,50</b>	<b>0,07</b>
<b>PRO MEMORIA:</b>						
PIB real (tasa) .....	3,22	1,80	—	—	—	—

tados (en torno a 0,7) indican que ha existido una estrecha correlación en estas variaciones de la distribución de la renta entre los sectores público y privado, mientras que las fluctuaciones de la renta nacional en porcentaje del PIB no han seguido un patrón cíclico claro. Las estimaciones recursivas de los coeficientes de sensibilidad cíclica muestran que sus valores se han mantenido razonablemente estables en el período 1979-1995. Las autocorrelaciones negativas de los residuos que aparecen en las regresiones realizadas para estimar las sensibilidades cíclicas de las rentas brutas disponibles de las AAPP y del sector privado se corrigen al introducir un término MA(1), sin afectar a los valores estimados de los coeficientes.

Al examinar la evolución tendencial de los ingresos corrientes —que pasaron de representar en torno a un 20 % del PIB en la década de los sesenta a un máximo del 35 % en 1990, para descender en los últimos años hasta el 33 %, aproximadamente—, destaca la relativa estabilidad

de los impuestos ligados a la producción y a la importación, que se han mantenido entre el 6,5 % y el 8,5 % del PIB durante todo el período, con tendencia a descender hasta 1975 y a recuperar su anterior nivel en los últimos veinte años (gráfico IV.3). Los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio aumentaron poco su participación en el PIB en la primera mitad de la década de los sesenta, aunque en la segunda parte crecieron casi dos puntos porcentuales. En los años setenta tampoco hubo un aumento sostenido de la presión fiscal sobre la renta, porque el fuerte salto que experimentó la recaudación en 1973-1974, impulsada por el crecimiento inflacionario de las rentas nominales, se compensó posteriormente con descensos de los tipos impositivos, que redujeron la presión fiscal a su nivel previo. Esta neutralización de los efectos de la inflación no se aplicó a las cotizaciones sociales, que mantuvieron siempre una tendencia creciente de su peso relativo en el PIB, ni tampoco a los impuestos sobre la renta a partir de 1978 y hasta 1984, con objeto de reducir el déficit público, como ya se ha señalado. Entre 1978 y 1991, los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio aumentaron unos cinco puntos porcentuales su peso en el PIB, aunque en el trienio 1992-1994 han vuelto a descender tres puntos, como consecuencia de la reforma impositiva y de la recesión económica. Las cotizaciones sociales, tras haber saltado desde el 4,6 % del PIB en 1973 al 6,4 % en 1975, mantuvieron su tendencia suavemente creciente, aumentando otros dos puntos porcentuales su peso en el PIB hasta 1989. Esta tendencia se ha acentuado en los años noventa, y en la actualidad su peso relativo asciende a un 10,3 % del PIB, que supone, sin embargo, un nivel muy inferior al de la media de los países de la OCDE. Finalmente, los otros ingresos corrientes también tendieron a aumentar en porcentajes del PIB desde el 1,1 % en 1960 hasta el 4 %, aproximadamente, en la década de los noventa.

Entre los componentes de los ingresos corrientes, la influencia de los impuestos sobre la renta es la que determina sus efectos estabilizadores. La sensibilidad cíclica media de estos impuestos para los años 1979-1995 se estima en 0,28, con una desviación típica de 0,06 y una correlación de 0,56 con el crecimiento económico. La estimación recursiva muestra que este coeficiente de sensibilidad cíclica no ha permanecido constante, sino que era casi igual a cero hasta 1991, y solo en los últimos años se ha elevado. Si se estima este coeficiente para el período 1971-1991, su valor no es significativamente distinto de cero y su correlación con el crecimiento es nula. Además, los contrastes de estabilidad del coeficiente de sensibilidad cíclica también sugieren que en 1991 se produjo un cambio estructural. Cuando se corrige la autocorrelación de los residuos en la estimación para el período 1979-1995, el valor del coeficiente de sensibilidad cíclica estimado no resulta significativamente distinto de cero. Por tanto, cabe concluir que el aumento de los efectos es-

**JAPÓN**  
**INGRESOS CORRIENTES DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

tabilizadores de la política fiscal japonesa sobre la renta disponible del sector privado durante los últimos años está asociado al fuerte ajuste a la baja de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio en porcentajes del PIB en esta fase de lento crecimiento económico, según se observa en el gráfico IV.3. El resto de los ingresos corrientes no tiene una sensibilidad cíclica bien definida, por lo que sus efectos estabilizadores son inapreciables.

Al contrario de lo que ocurre en otros países, las transferencias corrientes en Japón han mostrado una menor sensibilidad cíclica que los ingresos corrientes en el período 1979-1995. El conjunto de las transferencias corrientes ha tenido una sensibilidad cíclica de  $-0,15$ , con una *t-ratio* de 2, y su correlación con el crecimiento ha sido poco significativa (0,16). Para los años 1961-1978 se estima un coeficiente de sensibilidad cíclica de  $-0,12$ , con una *t-ratio* de 6,4 y un coeficiente de determinación de 0,70. Entre las transferencias corrientes, las prestaciones sociales son las que han ejercido una influencia estabilizadora más clara. Su sensibilidad cíclica en el período más reciente ha sido de  $-0,12$ , con una desviación típica de 0,04 y un coeficiente de determinación ajustado de 0,31. Entre 1961 y 1978, la sensibilidad cíclica de las prestaciones sociales fue algo más baja en valor absoluto ( $-0,09$ , con una *t-ratio* de 5,42), pero estuvo más ligada a las fluctuaciones del crecimiento económico (coeficiente de determinación de 0,63). Las demás transferencias no han tenido una sensibilidad cíclica bien definida, según las estimaciones que se ofrecen en el cuadro IV.3, excepto en el caso de los intereses efectivos pagados, cuyo coeficiente está sesgado por la fuerte autocorrelación positiva de los residuos. Cuando se corrige introduciendo un término AR(1) en la ecuación, el valor del coeficiente estimado es de  $-0,04$ , con una *t-ratio* de 2,20 y una correlación de 0,79 con el crecimiento económico.

En cuanto a su evolución tendencial, debe destacarse que el aumento de las transferencias explica más del 80 % de la expansión del gasto público en Japón durante el período analizado. En 1973, el conjunto de las transferencias corrientes pagadas por las AAPP tenía un peso equivalente al 7,3 % del PIB, frente al 5 % de principios de los sesenta, pero en los diez años siguientes este peso aumentó a razón de un punto porcentual por año. Desde 1983 ha tendido a estabilizarse, oscilando entre el 16,2 % y el 17,6 %. El aumento de las transferencias entre 1973 y 1983 tuvo su origen en la expansión de las prestaciones sociales (unos siete puntos porcentuales del PIB) a un ritmo mucho más vivo que el crecimiento de los ingresos corrientes de las AAPP, dando lugar a un déficit presupuestario importante y a una rápida acumulación de deuda pública. A su vez, al igual que en el resto de los países, la carga de intereses generada por esta deuda realimentó el crecimiento de las transferencias corrientes (más de tres puntos porcentuales del PIB entre 1974 y 1984),

**JAPÓN**  
**TRANSFERENCIAS CORRIENTES DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**

**ver gráfico IV.4**

Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

dificultando la reducción del déficit público. Desde 1983 hasta la fuerte desaceleración del crecimiento económico de 1992, las prestaciones sociales permanecieron prácticamente estables en porcentajes del PIB, registrando pequeñas fluctuaciones, según puede apreciarse en el gráfico IV.4, algunas de la cuales —como la de 1990-1991— tuvieron una incidencia desestabilizadora. A partir de 1992, el peso de las prestaciones sociales en el PIB tendió nuevamente a aumentar por la atonía de la actividad económica, aunque esta tendencia quedó truncada en 1994 y 1995, ante la necesidad de limitar el aumento del déficit público.

#### **IV.4. Efectos estabilizadores del gasto nominal y de la demanda real**

Los efectos estabilizadores que la política fiscal ha ejercido sobre la renta bruta disponible del sector privado se han reflejado en las decisiones de gasto en consumo privado, como muestra el cuadro IV.4. La propensión media al consumo privado en Japón ha estado próxima a 0,6 desde 1979 y, dado que el efecto estabilizador de la renta disponible ha sido de  $-0,41$ , la sensibilidad cíclica del consumo privado debería estar en torno a  $-0,24$ , un valor (absoluto) ligeramente más alto que el estimado para el promedio del período 1979-1995 ( $-0,21$ ), pero no significativamente distinto, ya que la desviación típica asociada es de 0,09. Además, si se estima la sensibilidad cíclica del consumo real (a precios constantes), se obtiene un resultado similar ( $-0,18$ ), con una *t-ratio* de 2,25 y una correlación de 0,2 con el crecimiento económico. Hay que señalar, no obstante, que el aumento de los efectos estabilizadores de la política fiscal sobre la renta bruta disponible privada en el promedio de la segunda parte de la muestra no se ha traducido en un aumento de la sensibilidad cíclica del consumo privado. Para el período 1961-1978, la sensibilidad cíclica del consumo privado real se estima en  $-0,14$ , significativamente distinta de cero, con una correlación de 0,46 con el crecimiento económico, mientras que la sensibilidad cíclica del gasto en consumo privado (precios corrientes) para ese mismo período es de  $-0,24$ , con una *t-ratio* de 4,57 y un coeficiente de determinación ajustado de 0,54.

Tanto el consumo privado como el público permanecieron estables en relación con el PIB durante la primera mitad de los años sesenta, experimentaron una severa contracción —mayor en el privado que en el público— en la segunda mitad de la década, y se recuperaron —en mayor medida el público que el privado— entre 1970 y 1975, según se aprecia claramente en el gráfico IV.5, donde aparecen también, en la columna derecha, las fluctuaciones de estas variables (línea gris a precios corrientes y negra a precios constantes) y las del crecimiento económico.



**JAPÓN (1979-1995)**  
**CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DEL GASTO NOMINAL Y DE LA DEMANDA REAL**  
**Variaciones anuales, en porcentajes del PIB**

	<i>Media</i>	<i>Desviación típica</i>	<i>Sensibi- lidad</i>	<i>t</i>	<i>DW</i>	<i>R<sub>a</sub><sup>2</sup></i>
<b>Consumo nacional . . . . .</b>	<b>0,15</b>	<b>0,81</b>	<b>-0,28</b>	<b>3,04</b>	<b>1,70</b>	<b>0,34</b>
Privado . . . . .	0,15	0,72	-0,21	2,35	1,89	0,22
Público . . . . .	0,01	0,16	-0,07	5,36	1,18	0,63
<b>Ahorro nacional bruto . . . . .</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,83</b>	<b>0,31</b>	<b>3,51</b>	<b>1,36</b>	<b>0,41</b>
Privado . . . . .	-0,24	0,78	-0,20	2,10	2,00	0,18
Público . . . . .	0,11	0,05	0,52	7,14	2,63	0,76
<b>Inversión nacional . . . . .</b>	<b>-0,14</b>	<b>1,07</b>	<b>0,47</b>	<b>5,00</b>	<b>0,66</b>	<b>0,60</b>
Privada . . . . .	-0,28	1,23	0,63	9,75	1,66	0,85
Pública . . . . .	0,15	0,59	-0,16	2,26	1,45	0,20
<b>Saldo ahorro-inversión nacional (1 + 2 = 3 - 4 + 5) . . . .</b>	<b>0,01</b>	<b>1,04</b>	<b>-0,16</b>	<b>1,12</b>	<b>0,96</b>	<b>0,02</b>
Privado . . . . .	0,05	1,79	-0,84	6,18	2,02	0,70
Público . . . . .	-0,04	1,52	0,68	5,26	2,06	0,63
Exportaciones . . . . .	-0,10	1,10	0,06	0,35	1,27	0,00
Importaciones . . . . .	-0,08	1,56	0,25	1,15	1,08	0,02
Rentas y transferencias . . . . .	0,02	0,16	0,03	1,47	1,50	0,07
<b>DEMANDA REAL (a):</b>						
Consumo privado . . . . .	-0,02	0,65	-0,18	2,25	2,02	0,20
Consumo público . . . . .	-0,07	0,21	-0,09	5,70	2,21	0,66
Formación bruta de capital . . . .	0,01	0,91	0,37	4,17	0,61	0,51
Exportaciones . . . . .	0,23	0,53	-0,06	0,74	1,57	0,00
Importaciones . . . . .	0,15	0,67	0,04	0,41	1,12	0,00
<b>PRO MEMORIA:</b>						
PIB real (tasa) . . . . .	3,22	1,80	—	—	—	—

(a) Variaciones anuales de las variables a precios constantes, en porcentajes del PIB a precios constantes.

Los valores más altos de la sensibilidad cíclica del consumo privado y su mayor correlación con el crecimiento económico hasta 1978 se deben, principalmente, al ciclo de contracción-expansión del consumo privado en porcentajes del PIB entre 1965 y 1975.

El consumo público ha mostrado, a lo largo de los últimos veinticinco años, una sensibilidad cíclica muy estable, que se estima en torno a -0,07 a precios corrientes, y ligeramente por debajo de -0,10 a precios constantes. El ajuste a precios constantes es algo mejor y sin problemas de autocorrelación de los residuos. Cuando se corrige la autocorrelación

**JAPÓN**  
**CONSUMO NACIONAL Y SU COMPOSICIÓN SECTORIAL**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

de los residuos en la estimación del coeficiente de sensibilidad cíclica del consumo público a precios corrientes, introduciendo un término  $MA(1)$  en la ecuación, el valor estimado para el período 1979-1995 no se modifica. Cabe concluir, por tanto, que el consumo público en Japón ha ejercido un efecto estabilizador del gasto nominal y de la demanda —y el producto— real, cuya magnitud ha sido proporcional a su peso en el PIB y que ha estado muy sistemáticamente ligado a la posición cíclica de la economía. El consumo nacional ha tenido un efecto estabilizador de  $-0,28$ , tanto si se estima a precios corrientes como constantes, aunque la magnitud de este efecto era algo mayor (en valor absoluto) en la primera mitad de la muestra, como consecuencia del comportamiento del consumo privado.

Estos efectos estabilizadores de la política fiscal, tanto a través de las operaciones de redistribución de renta como de la demanda de bienes corrientes y servicios por parte de las AAPP, pueden apreciarse también en la evolución del ahorro nacional y de su composición sectorial, que se han representado en el gráfico IV.6. La tasa de ahorro nacional se mantuvo muy alta y estable en la primera mitad de la década de los sesenta, en torno al 34 %. Entre 1965 y 1975, experimentó un ciclo completo, elevándose hasta 1970 por el aumento de la tasa de ahorro privado y cayendo durante los cinco años siguientes, por el descenso del ahorro privado al principio y luego por el efecto adicional de una fuerte caída del ahorro público en la recesión de 1974-1975. La tendencia al descenso del ahorro privado en porcentajes del PIB continuó hasta 1990, mientras que el ahorro público empezó a recuperarse desde 1978, siguiendo el mismo perfil que la renta bruta disponible y la capacidad (+) o necesidad (–) de financiación de las AAPP. Este perfil es el que ha dominado la tendencia del ahorro nacional durante los últimos diez años, cuya recuperación alcanzó un máximo de casi el 35 % del PIB en 1991, reduciéndose posteriormente en los años de recesión hasta poco más del 30 % a mediados de los noventa. El ahorro privado, en cambio, ha tendido a recuperarse desde 1990, y en la actualidad se sitúa en el mismo nivel, aproximadamente, que tuvo a principios de los años sesenta.

La sensibilidad cíclica del ahorro nacional y de sus componentes privado y público han sido decrecientes desde mediados de los años sesenta, según revelan las estimaciones recursivas que comienzan en el año 1961, y el salto más importante en el valor de los coeficientes se produce en el año 1974. Sin embargo, al estimar por separado los dos períodos en los que se ha dividido la muestra, los valores estimados para la sensibilidad cíclica del ahorro nacional son prácticamente idénticos (0,31), aunque dicha estabilidad es consecuencia de los cambios compensatorios que experimentan las sensibilidades cíclicas de sus componentes privado y público. En la primera parte de la muestra, las fluctuaciones del ahorro nacional en porcentajes del PIB estuvieron más

**JAPÓN**  
**AHORRO NACIONAL BRUTO Y SU COMPOSICIÓN SECTORIAL**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

influidas por el ahorro privado que por el público, mientras que en la segunda parte ocurrió lo contrario.

El ahorro bruto del sector privado tuvo una sensibilidad cíclica significativamente distinta de cero y más elevada (0,18) que la del ahorro público en los años 1961-1978. En cambio, se estima que durante el período 1979-1995 ha tenido una sensibilidad cíclica negativa (-0,2), poco significativamente distinta de cero, y con una escasa correlación (0,18) con el crecimiento económico. Este signo negativo de la sensibilidad cíclica del ahorro privado implica una dependencia del sector privado con respecto al ahorro de otros sectores (público o exterior) para financiar las fluctuaciones de la inversión privada, que, como luego se verá, tiene en Japón, como en el resto de los países, una sensibilidad cíclica positiva y alta. A medida que la política fiscal se ha ido haciendo más estabilizadora de las fluctuaciones de la renta disponible del sector privado, sin que los ajustes del consumo privado aumentaran sus efectos estabilizadores del gasto agregado, la sensibilidad cíclica del ahorro privado ha disminuido, llegando a cambiar de signo.

El ahorro bruto de las AAPP, por el contrario, aumenta su sensibilidad cíclica en el promedio del segundo período de la muestra, con respecto al primero, en la misma medida que la renta bruta disponible de este sector, puesto que la sensibilidad cíclica del consumo público ha permanecido estable. Entre 1961 y 1978, el ahorro público tuvo una sensibilidad cíclica media baja (0,13), aunque significativamente mayor que cero, y una correlación de 0,28 con el crecimiento económico. En cambio, para el período 1979-1995 se estima una sensibilidad cíclica de 0,52, que se mantiene bastante estable, y una correlación de 0,76 con el crecimiento económico. La autocorrelación negativa de los residuos de esta regresión se corrige al introducir un término MA(1) en la ecuación, sin que se vea afectado el valor del coeficiente de sensibilidad cíclica. Puede decirse, por tanto, que el aumento de los efectos estabilizadores de la política fiscal sobre la renta disponible del sector privado se ha traducido, no en un mayor efecto estabilizador del consumo privado sobre el gasto nacional, sino en un descenso de la sensibilidad cíclica del ahorro privado, que ha disminuido su autonomía financiera.

La formación bruta de capital nacional, la inversión privada y la pública han seguido en Japón la evolución tendencial y las fluctuaciones cíclicas en porcentajes del PIB que se han representado en el gráfico IV.7. En este gráfico puede comprobarse que es la inversión privada la que domina la tendencia y las variaciones a corto plazo de la formación bruta de capital nacional, ya que la inversión pública se ha mantenido bastante estable en porcentajes del PIB, fluctuando en torno al 5 % hasta 1991, y solo en los últimos años se ha elevado fuertemente para combatir la recesión. En cambio, la inversión privada, que había fluctuado ampliamente,

**JAPÓN**  
**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL Y SU COMPOSICIÓN SECTORIAL**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

te en torno al 30 % del PIB en la década de los sesenta, redujo su peso unos doce puntos porcentuales entre 1970 y 1983, situándose en torno al 23 % a mediados de los años ochenta. En la actualidad ha descendido hasta el 20 %, aproximadamente, tras haberse completado el ciclo expansivo que se inició en 1986 y que ha tocado fondo en 1995.

Las estimaciones recursivas de las sensibilidades cíclicas de la formación bruta de capital nacional y de la inversión privada y pública desde 1961 muestran, como ocurría en el caso del ahorro nacional y de su composición sectorial, unos valores decrecientes, con saltos hacia abajo importantes en 1974, tendiendo a estabilizarse con posterioridad. Para el período 1979-1995, el valor medio estimado de la sensibilidad cíclica de la formación bruta de capital nacional a precios corrientes es de 0,47, con una correlación de 0,6 con el crecimiento económico. Como indica el estadístico Durbin-Watson, los residuos de esta regresión tienen una importante autocorrelación de primer orden (0,54), que puede corregirse introduciendo un término MA(1) en la ecuación, sin que el valor del coeficiente de sensibilidad cíclica cambie. Si se estima la sensibilidad cíclica de la formación bruta de capital nacional a precios constantes (línea negra en la parte superior derecha del gráfico IV.7), el valor que se obtiene es de 0,37, con una correlación de 0,5 con el crecimiento económico y una autocorrelación de los residuos similar a la anterior. Al introducir un término MA(1) en la ecuación, el valor del coeficiente estimado no se modifica.

La inversión privada es la variable que desestabiliza (o dinamiza) la demanda agregada. Para el período 1979-1995, se estima que su sensibilidad cíclica media ha sido de 0,63, con una desviación típica de 0,07 y una correlación muy alta (0,85) con el crecimiento económico. Por su parte, la inversión pública no ha tenido efectos estabilizadores de la demanda agregada hasta 1991. A pesar de que el coeficiente de sensibilidad cíclica que se estima para el promedio de los años 1979-1995 es -0,16, el valor de este coeficiente hasta 1991 es positivo y estable, aunque no significativamente distinto de cero. Por tanto, la inversión pública parece haber tenido efectos estabilizadores importantes solo a partir de 1991, como consecuencia de la decisión de las autoridades japonesas de aumentar estos gastos para atenuar la recesión económica.

En el gráfico IV.8 se presentan las tendencias y fluctuaciones del saldo ahorro-inversión nacional —que también es igual al saldo de las operaciones corrientes con el resto del mundo—, junto con su composición sectorial. Las estimaciones recursivas para el período 1961-1995 revelan que la sensibilidad cíclica del saldo ahorro-inversión nacional no ha permanecido constante, sino que era más negativa en los años sesenta y se ha ido aproximando a cero con el transcurso del tiempo, con un salto importante en 1974, consecuencia todo ello de que la disminución de la

**JAPÓN**  
**SALDOS AHORRO-INVERSIÓN NACIONAL Y SECTORIALES**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.



sensibilidad cíclica de la formación bruta de capital nacional fue mayor que la del ahorro nacional. La sensibilidad cíclica del ahorro nacional durante el período 1979-1995 ha sido menor que la de la inversión nacional, por lo que el saldo ahorro-inversión ha mostrado una sensibilidad cíclica negativa ( $-0,16$ ) en estos años, no significativamente distinta de cero y con una correlación nula con el crecimiento económico. La autocorrelación residual en esta regresión se corrige introduciendo un término  $MA(1)$  en la ecuación, sin que se vea afectada la estimación de la sensibilidad cíclica. Visto desde la perspectiva de la composición del gasto agregado y de la demanda, el valor negativo de la sensibilidad cíclica del saldo ahorro-inversión nacional indica que —midiendo siempre las variables en porcentajes del PIB— los ajustes contracíclicos del consumo privado y público no han sido suficientes para acomodar las fluctuaciones procíclicas de la formación bruta de capital, por lo que la demanda nacional ha registrado una evolución procíclica que ha sido contrarrestada por los ajustes contracíclicos de la demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones).

El saldo ahorro-inversión del sector privado ha mostrado unas características similares a las comentadas para el saldo ahorro-inversión de la economía nacional. Para los años 1979-1995 se estima una sensibilidad cíclica de  $-0,84$  y una elevada correlación ( $0,7$ ) con el crecimiento económico. El saldo ahorro-inversión de las AAPP muestra una sensibilidad cíclica más estable en el conjunto de la muestra. Para el segundo período se estima un valor promedio de  $0,68$ , con una  $t$ -ratio de  $5,26$  y una correlación de  $0,63$  con el crecimiento. Sin embargo, este valor no se ha mantenido estable, sino que las estimaciones recursivas indican la existencia de una ruptura a partir de 1992, ya que hasta entonces la sensibilidad cíclica estimada se había situado por debajo de  $0,4$ . Puede concluirse, por tanto, que los efectos estabilizadores de la política fiscal en Japón eran mucho menores hasta el año 1991 y que en los últimos cuatro años han aumentado, por la mayor sensibilidad cíclica que han tenido los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio, y los gastos públicos de capital durante esta fase recesiva. En la parte inferior derecha del gráfico VI.8 vuelven a observarse los efectos desestabilizadores que tuvo la política fiscal expansiva en Japón en 1972, 1975 y 1978, así como su cambio brusco de orientación en 1979, que se mantuvo con signo restrictivo en los primeros años ochenta, a pesar de la debilidad del crecimiento económico en ese período.

Desde la perspectiva de las relaciones de la economía japonesa con el exterior, el desequilibrio entre ahorro e inversión corresponde al saldo de las operaciones corrientes con el resto del mundo (exportaciones menos importaciones a precios corrientes, más rentas y transferencias corrientes netas recibidas). Los flujos de comercio exterior entre la eco-

nomía japonesa y el resto del mundo no han tenido una sensibilidad cíclica bien definida ni a precios corrientes ni a precios constantes, y sus ajustes han sido asistemáticos, como revela su correlación despreciable con el crecimiento económico. La sensibilidad cíclica de las exportaciones a precios corrientes en el período 1979-1995 se estima en 0,08, un valor no significativamente distinto de cero, y su correlación con el crecimiento económico es nula, mientras que para las importaciones a precios corrientes se estima un valor de 0,27 —que solo puede considerarse mayor que cero con un nivel de confianza del 26 %—, y una correlación también despreciable con el crecimiento económico. En cuanto a las rentas y transferencias corrientes netas recibidas del exterior, se estima una sensibilidad cíclica de 0,02, no diferente de cero, con una correlación nula con el crecimiento económico. En síntesis, los flujos de ingresos y gastos con el resto del mundo no han tenido una relación sistemática con el crecimiento de la economía japonesa, sino que los desequilibrios entre ahorro e inversión nacionales se han compensado en unas ocasiones a través de las exportaciones —cuando la coyuntura exterior lo facilitaba— y en otras mediante las importaciones. En el gráfico IV.9 se han representado las series de exportaciones e importaciones de la forma acostumbrada. En la columna derecha se advierte la mayor amplitud de las fluctuaciones a precios corrientes (línea gris) que a precios constantes (línea negra), como consecuencia de las variaciones de los deflatores de estas variables con respecto al deflactor del PIB.

Las exportaciones e importaciones a precios constantes tampoco han tenido una sensibilidad cíclica bien definida en el promedio del período 1979-1995, siendo nula su correlación con el crecimiento económico, según las estimaciones presentadas en el cuadro IV.4. Por tanto, los cambios cíclicos en la composición de la demanda real, caracterizados por el aumento del peso relativo de la formación bruta de capital fijo en las fases de auge y su descenso en las fases de recesión, han sido compensados principalmente y de manera escasamente sistemática por ajustes de sentido inverso en el consumo real privado y, en menor medida, público, completándose el ajuste con las fluctuaciones estabilizadoras —poco significativamente distintas de cero, en promedio— de las exportaciones y de las importaciones reales, que han sido totalmente asistemáticas en los años 1979-1995, como revela su nula correlación con el crecimiento económico. Sin embargo, estos resultados sobre la sensibilidad cíclica de las exportaciones y de las importaciones deben ser cualificados teniendo en cuenta los cambios estructurales en los efectos estabilizadores de la política fiscal que se han analizado anteriormente, y que han afectado también a los ajustes cíclicos de la composición de la demanda real y a la contrapartida exterior del desequilibrio entre ahorro e inversión nacional. Para ello es conveniente distinguir tres períodos.

**JAPÓN**  
**EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS**



Fuente: Comisión Europea. Las cifras de 1996 y 1997 son previsiones elaboradas por los Servicios de la Comisión.

Entre 1961 y 1978, la política fiscal no tuvo efectos estabilizadores significativos de la renta bruta disponible del sector privado, porque la influencia desestabilizadora de los ingresos corrientes compensaba casi completamente los efectos de signo opuesto de las transferencias corrientes. En esta etapa, el consumo privado nominal y real mantuvo una sensibilidad cíclica bien definida y contribuyó a atenuar las fluctuaciones de la formación bruta de capital, sin llegar a compensarlas del todo, según reflejan los desequilibrios entre el ahorro y la inversión nacionales. En el período 1979-1991, la política fiscal pasó a tener un efecto más estabilizador de la renta bruta disponible del sector privado, debido al cambio de signo de la sensibilidad cíclica de los ingresos corrientes, pero el consumo privado siguió contribuyendo, aproximadamente en la misma medida que antes, a estabilizar el gasto nominal y la demanda agregada, por lo que el ahorro privado disminuyó apreciablemente su sensibilidad cíclica. En los últimos años, la política fiscal ha aumentado sus efectos estabilizadores sobre la renta bruta disponible del sector privado, porque se ha elevado la sensibilidad cíclica de los im-

puestos corrientes sobre la renta y el patrimonio. En cambio, la formación bruta de capital ha disminuido ligeramente su sensibilidad procíclica, principalmente porque la inversión pública ha pasado a tener una influencia estabilizadora. Ambas modificaciones han contribuido a estabilizar la demanda agregada y a atenuar el desequilibrio entre ahorro e inversión nacional durante esta fase recesiva.

FIGURA I.1

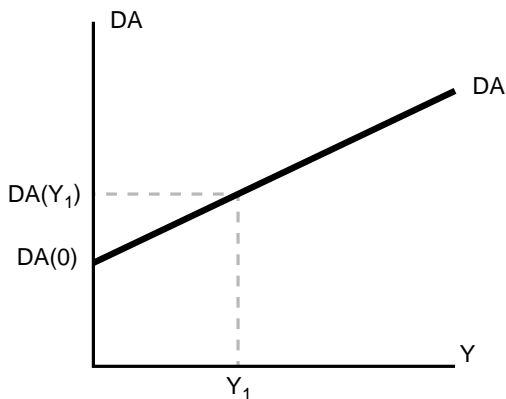


FIGURA I.2

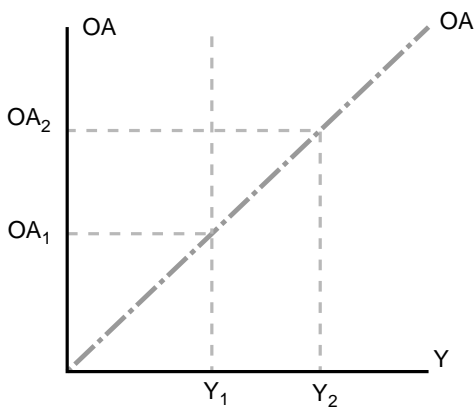


FIGURA I.3

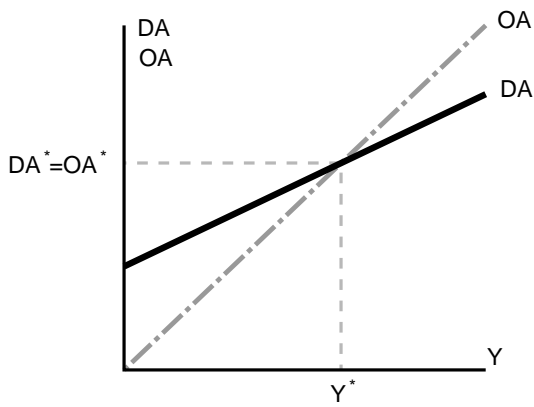


FIGURA I.4

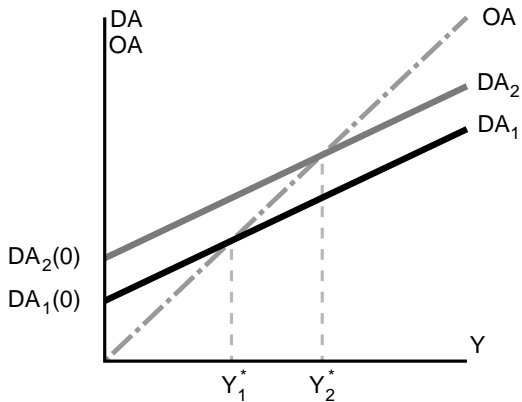


FIGURA I.5

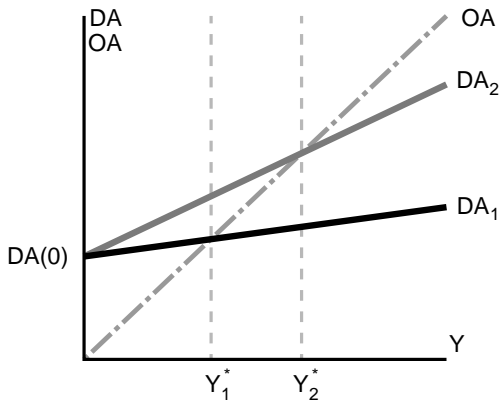


FIGURA I.6

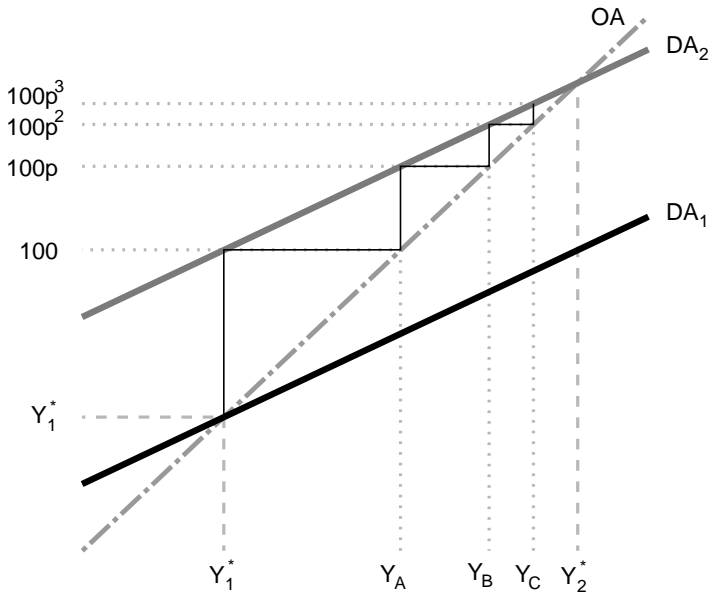


FIGURA I.7

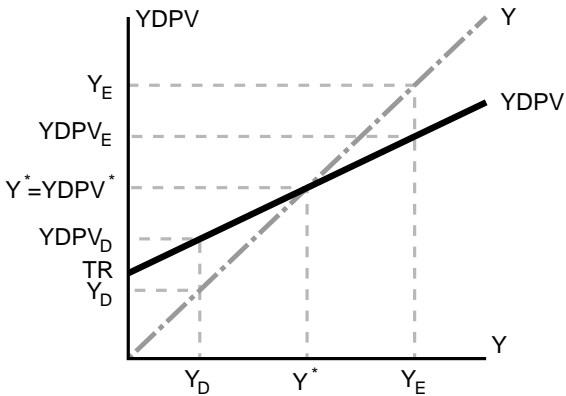


FIGURA I.8

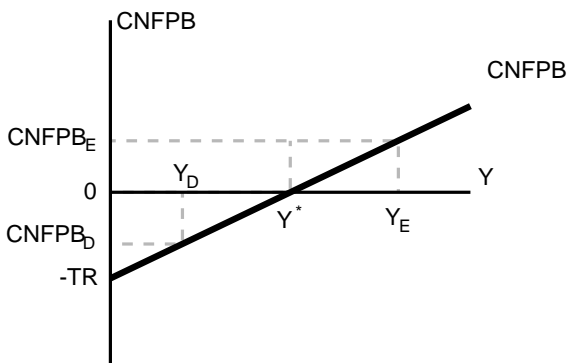




FIGURA I.9

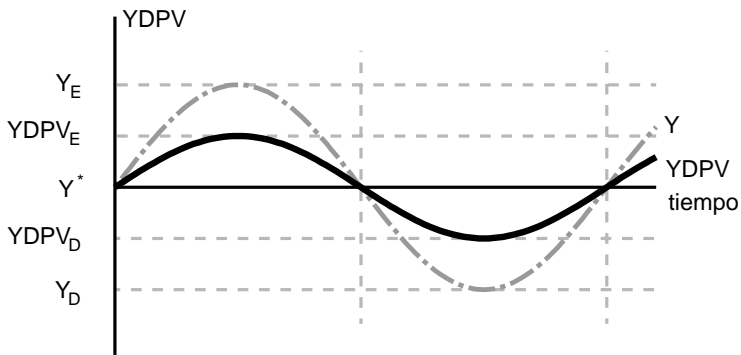


FIGURA I.10

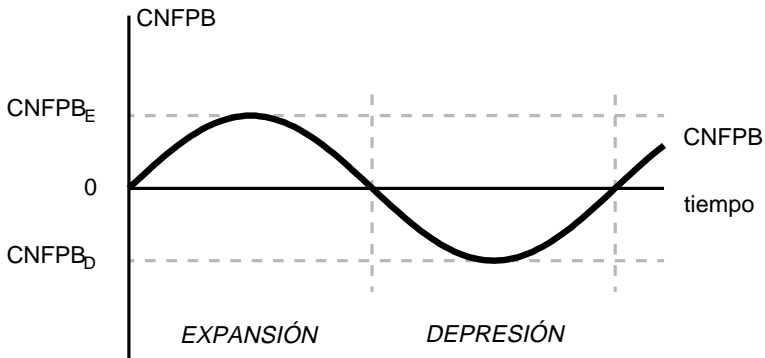


FIGURA I.11

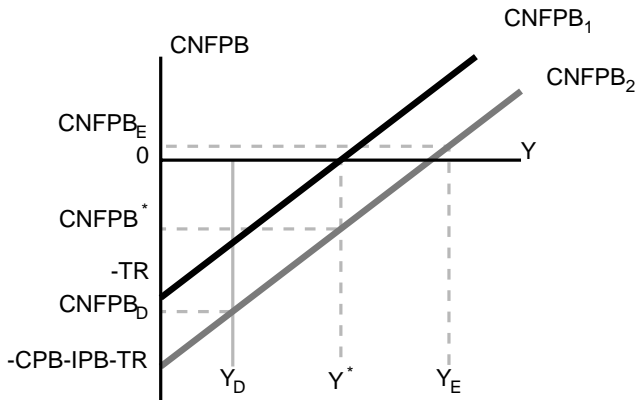


FIGURA I.12

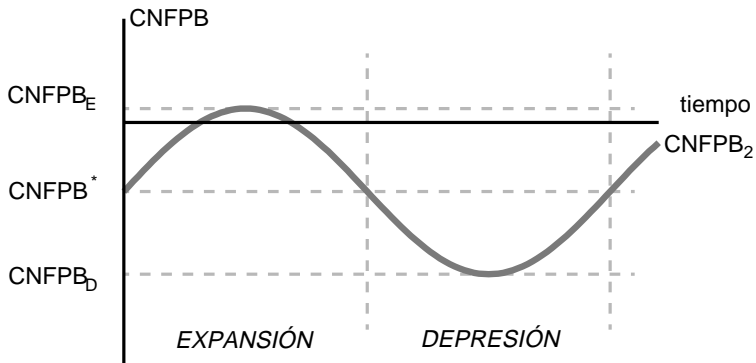
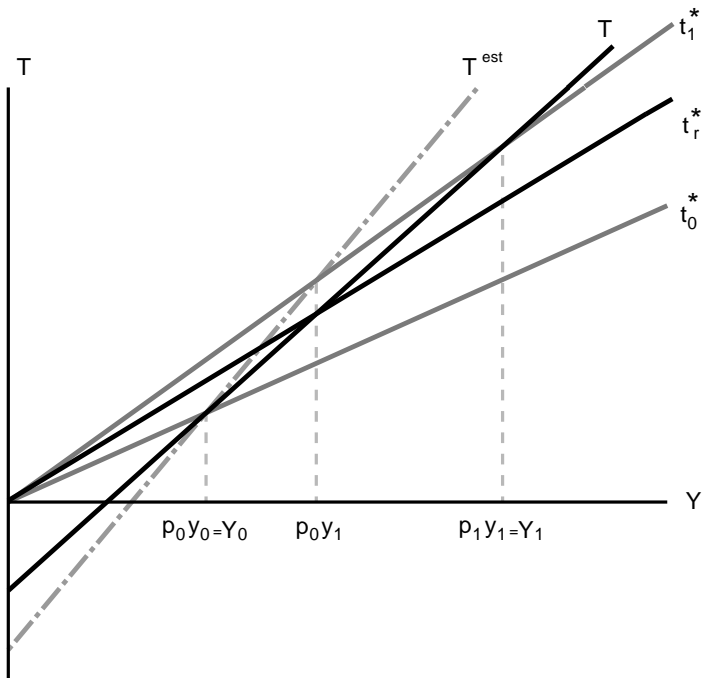
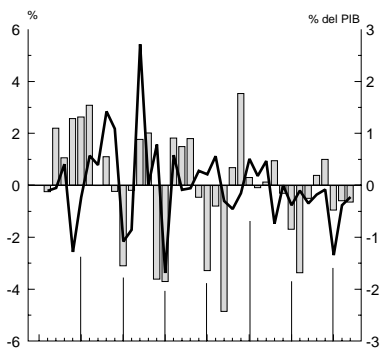
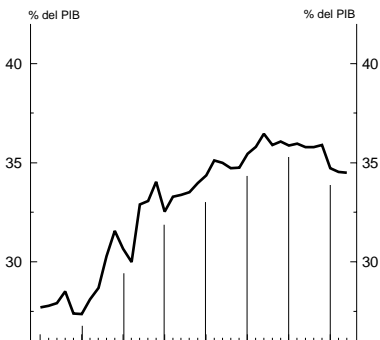


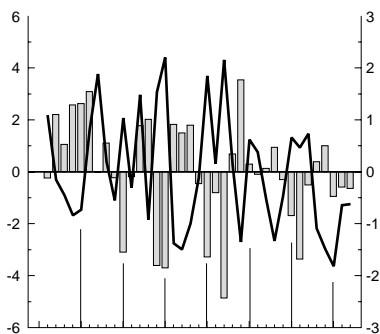
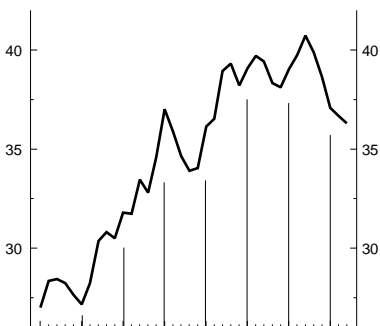
FIGURA I.13



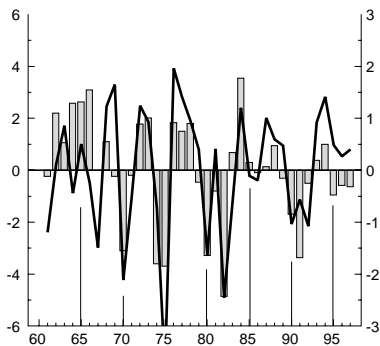
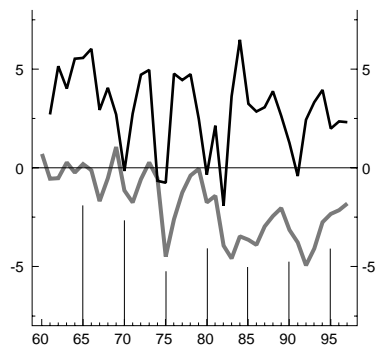
## INGRESOS PÚBLICOS TOTALES



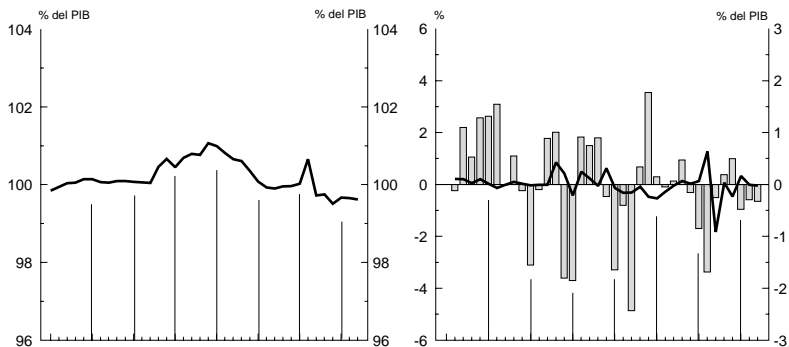
## GASTO PÚBLICO TOTAL



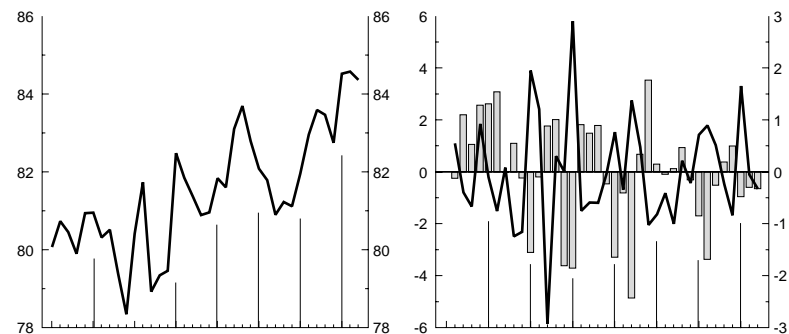
## CRECIMIENTO REAL Y SALDO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS



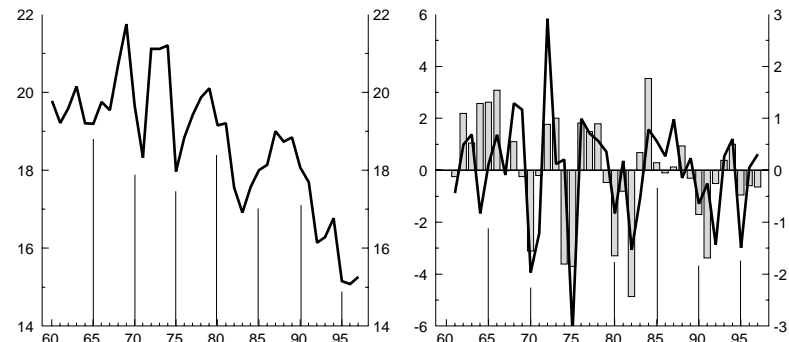
## ECONOMÍA NACIONAL



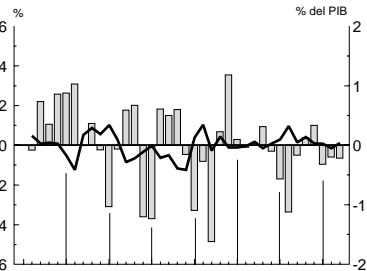
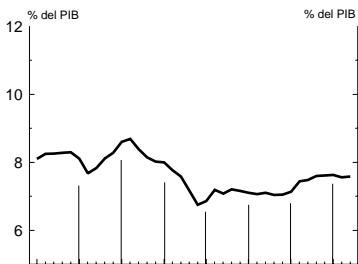
## SECTOR PRIVADO



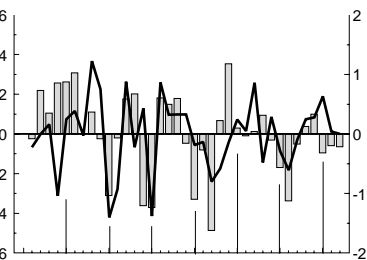
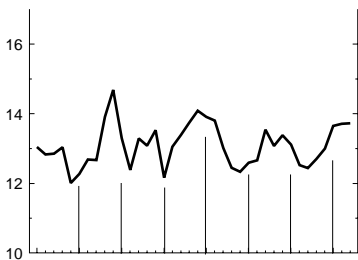
## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



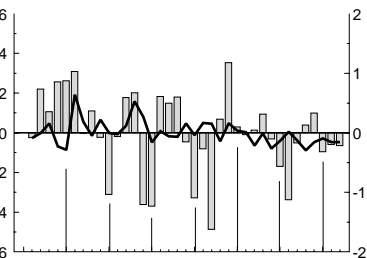
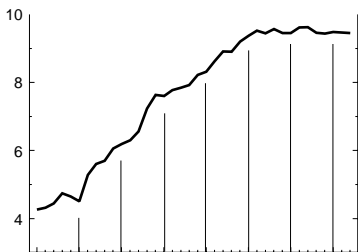
## IMPUESTOS SOBRE PRODUCCIÓN E IMPORTACIÓN



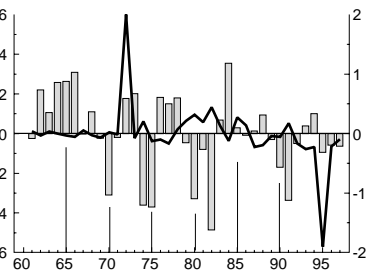
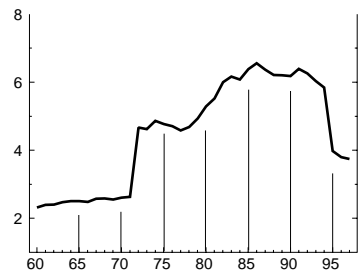
## IMPUESTOS SOBRE RENTA Y PATRIMONIO



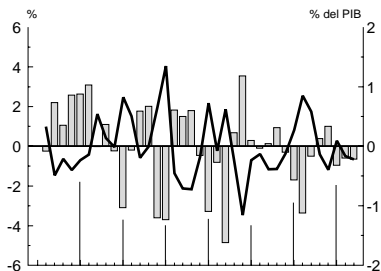
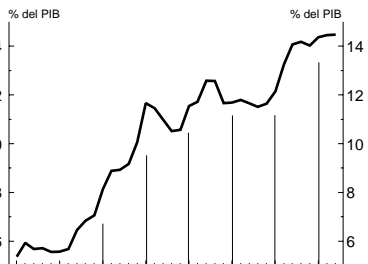
## COTIZACIONES SOCIALES



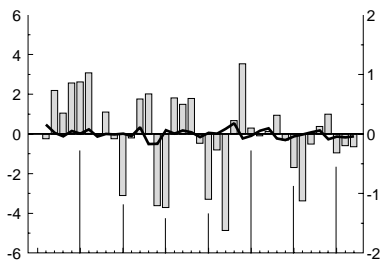
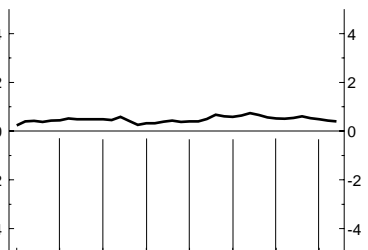
## OTROS INGRESOS CORRIENTES



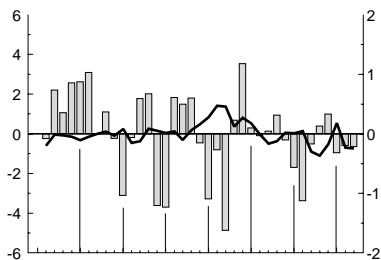
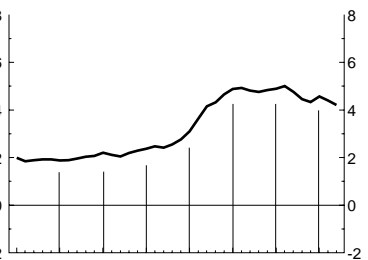
## PRESTACIONES SOCIALES



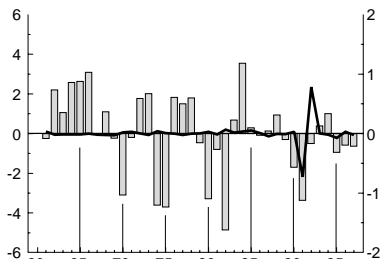
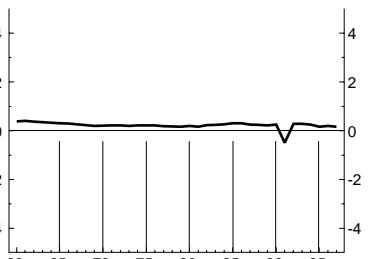
## SUBVENCIONES DE EXPLOTACIÓN



## INTERESES EFECTIVOS PAGADOS

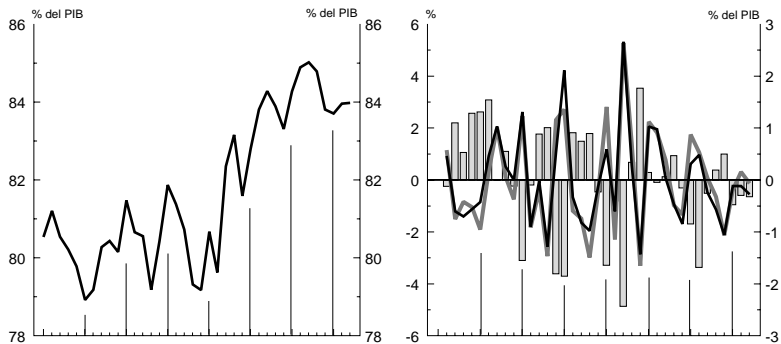


## OTRAS TRANSFERENCIAS CORRIENTES

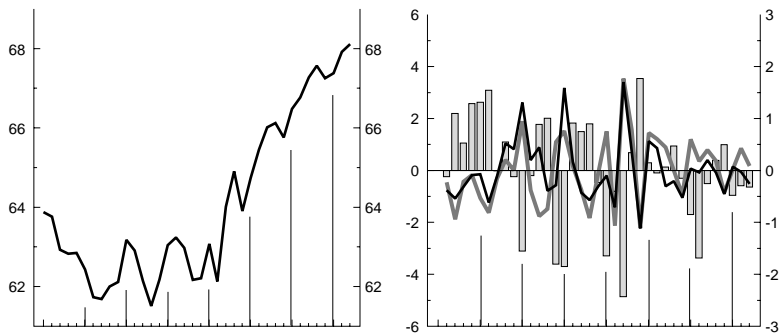




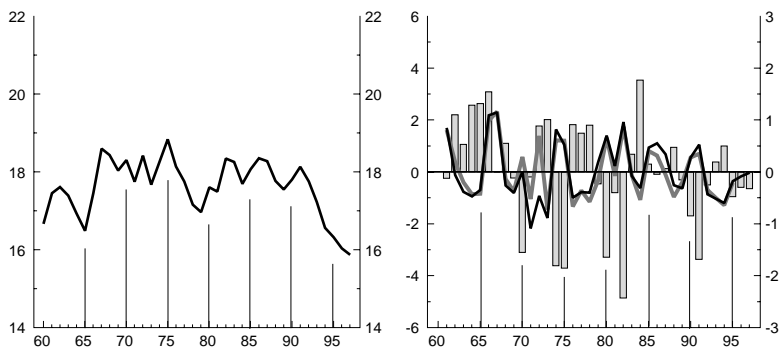
### CONSUMO NACIONAL



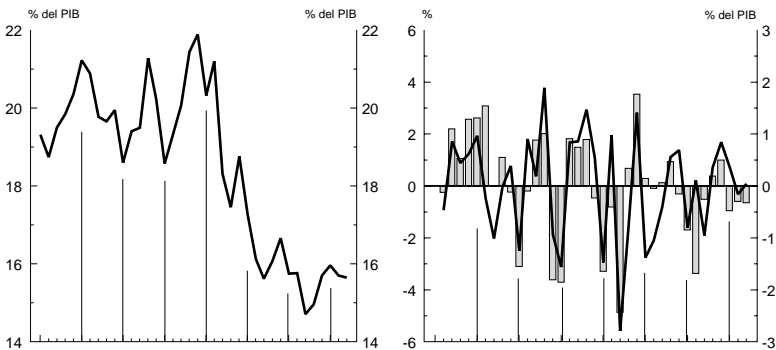
### CONSUMO PRIVADO



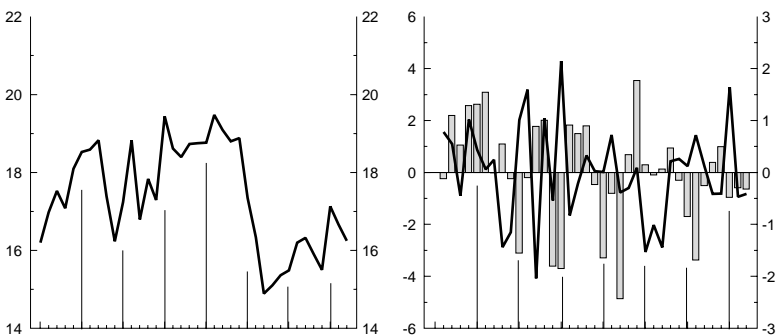
### CONSUMO PÚBLICO



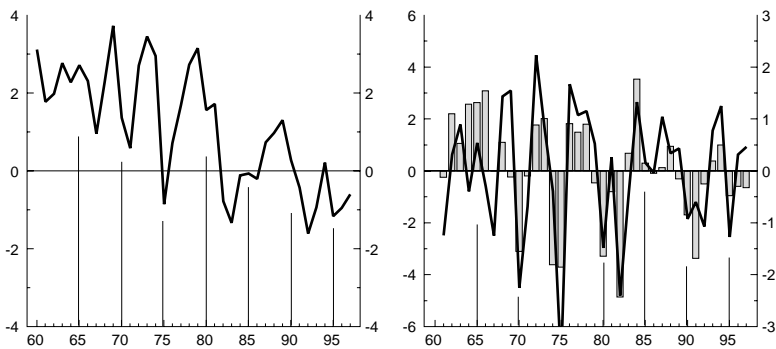
## ECONOMÍA NACIONAL



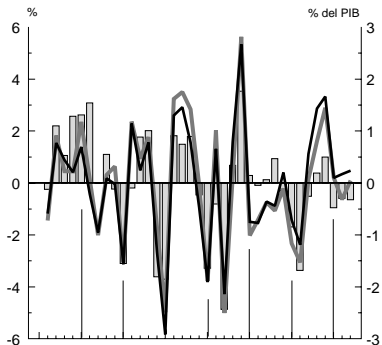
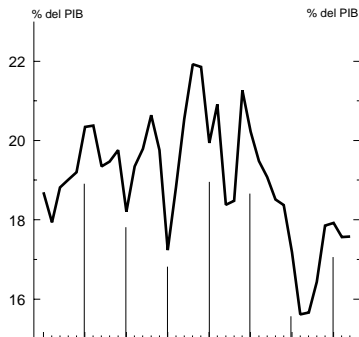
## SECTOR PRIVADO



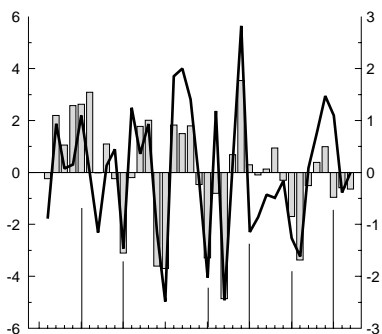
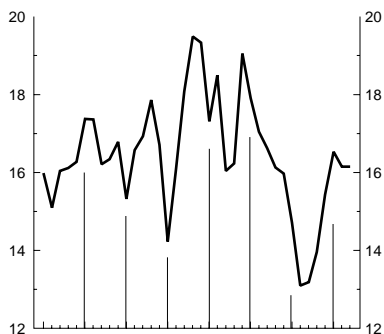
## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



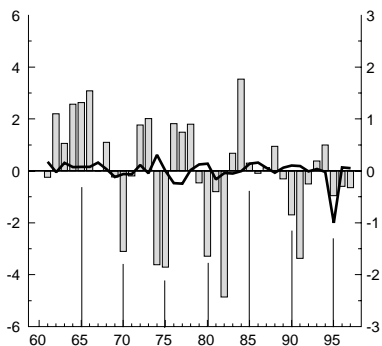
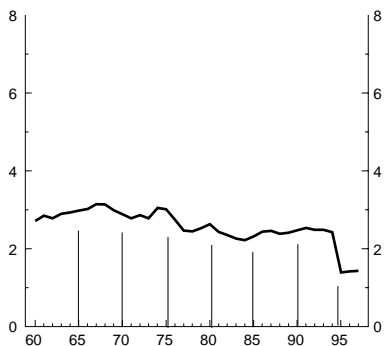
## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL NACIONAL



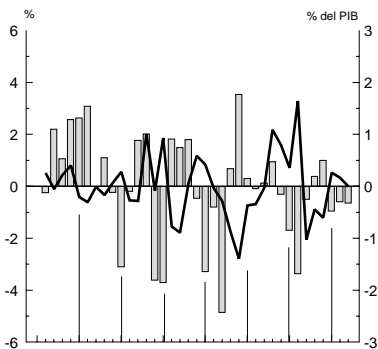
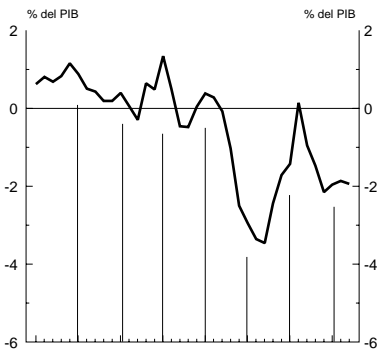
## INVERSIÓN PRIVADA



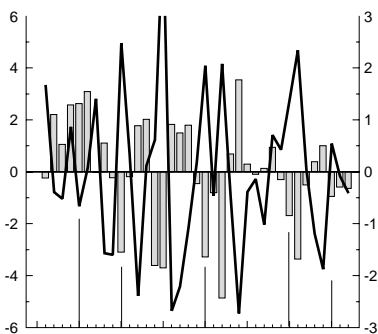
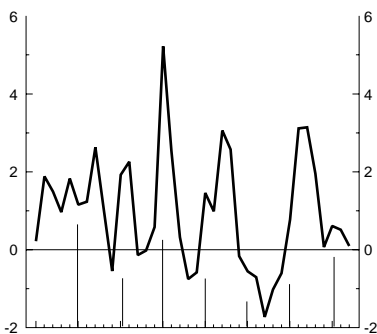
## INVERSIÓN PÚBLICA



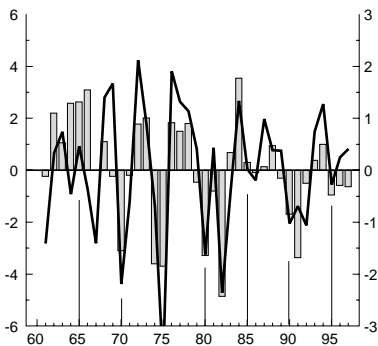
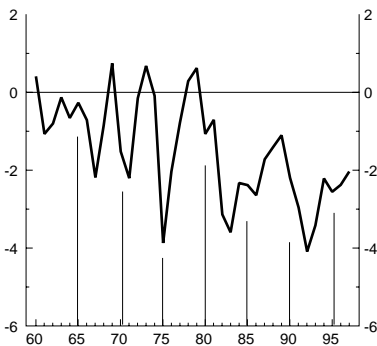
## ECONOMÍA NACIONAL



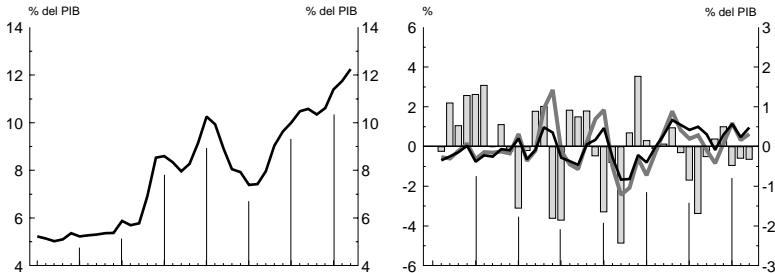
## SECTOR PRIVADO



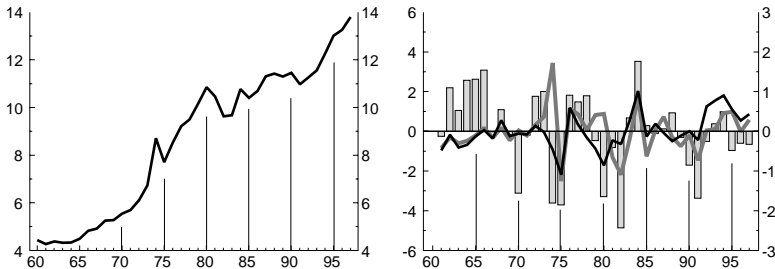
## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



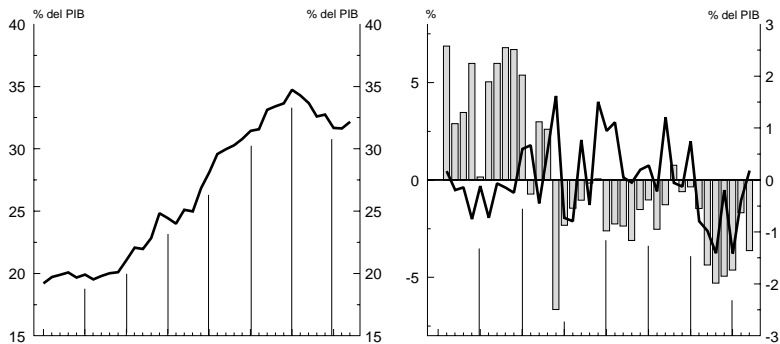
## EXPORTACIONES



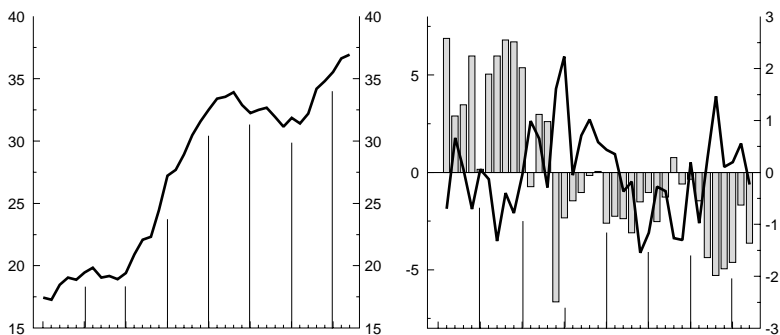
## IMPORTACIONES



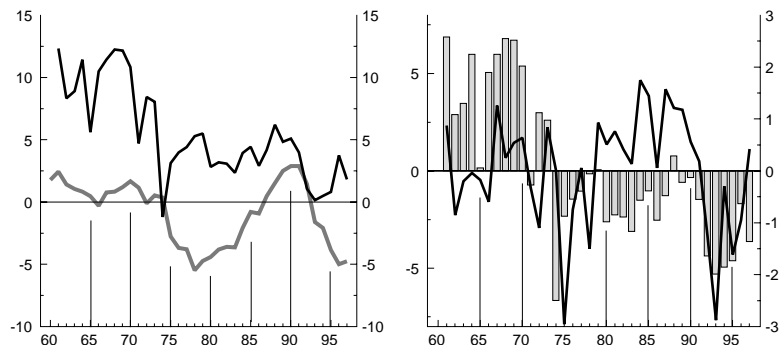
### INGRESOS PÚBLICOS TOTALES



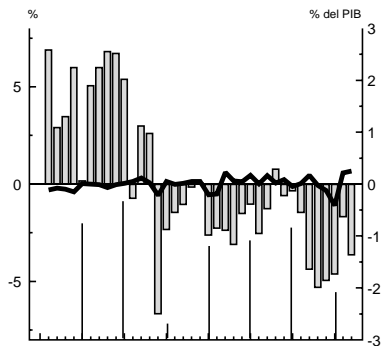
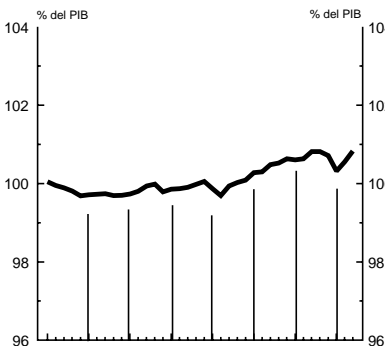
### GASTO PÚBLICO TOTAL



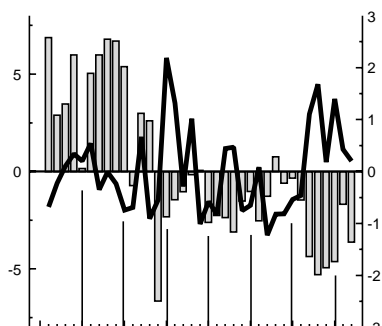
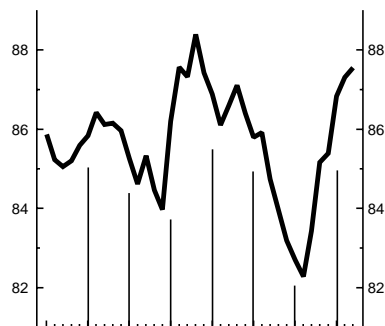
### CRECIMIENTO REAL Y SALDO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS



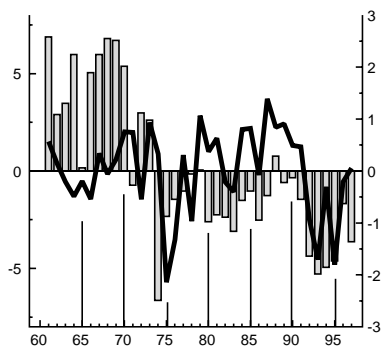
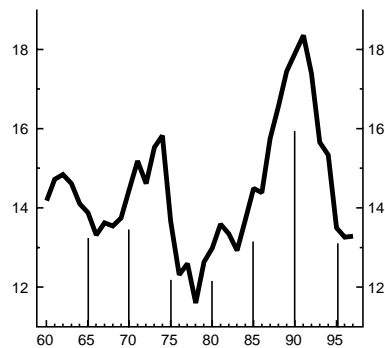
## ECONOMÍA NACIONAL



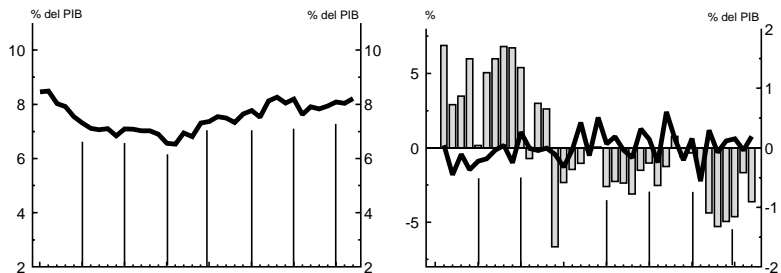
## SECTOR PRIVADO



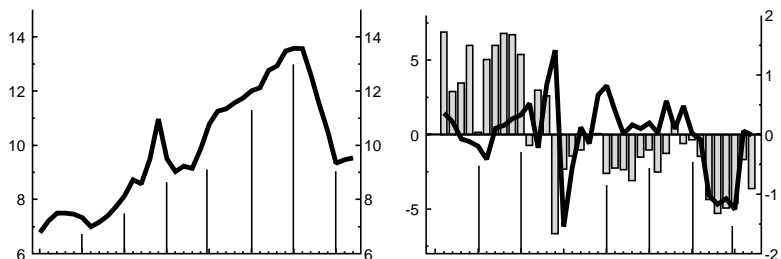
## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



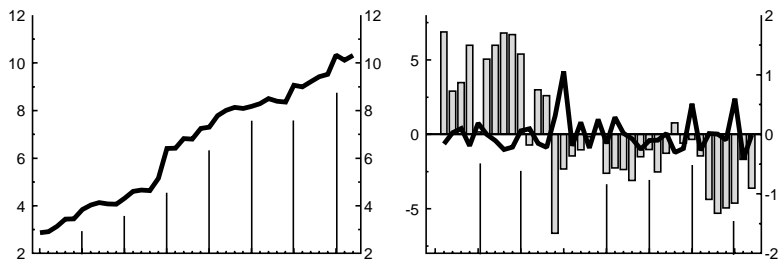
## IMPUESTOS SOBRE PRODUCCIÓN E IMPORTACIÓN



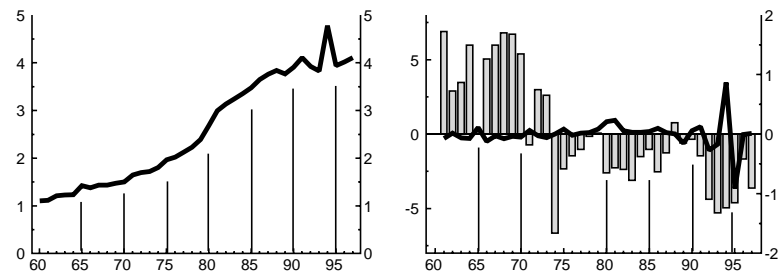
## IMPUESTOS SOBRE RENTA Y PATRIMONIO



## COTIZACIONES SOCIALES

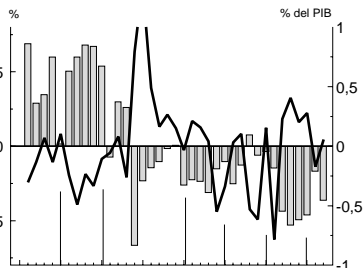
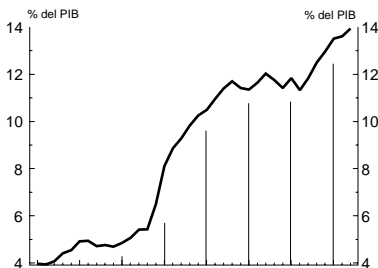


## OTROS INGRESOS CORRIENTES

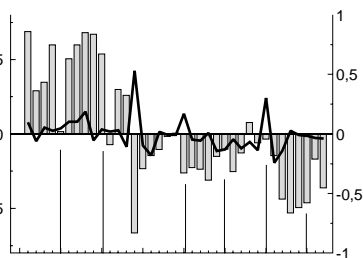
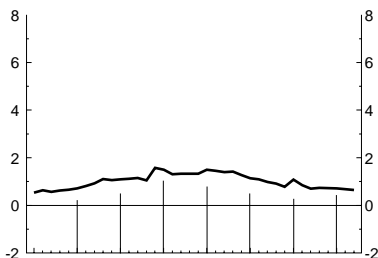




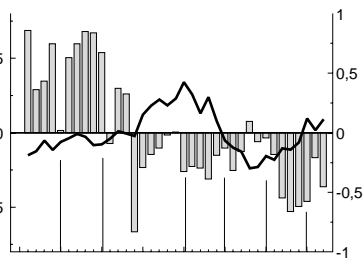
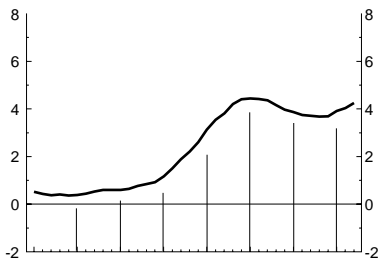
## PRESTACIONES SOCIALES



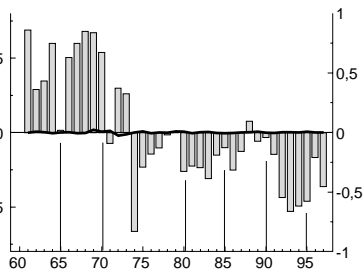
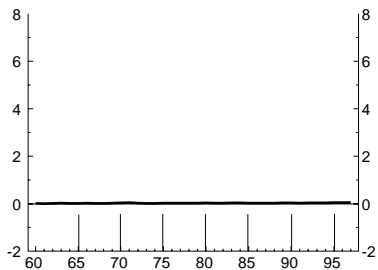
## SUBVENCIONES DE EXPLOTACIÓN



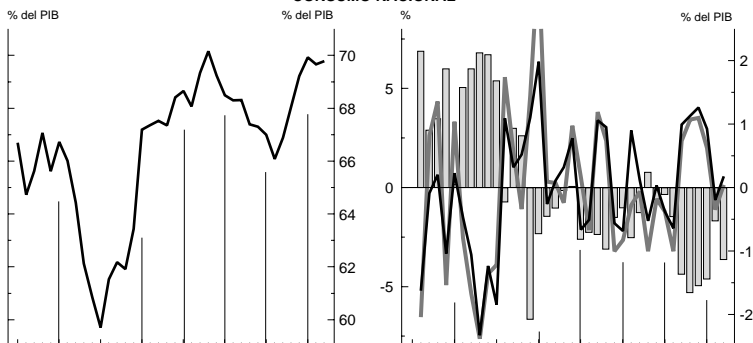
## INTERESES EFECTIVOS PAGADOS



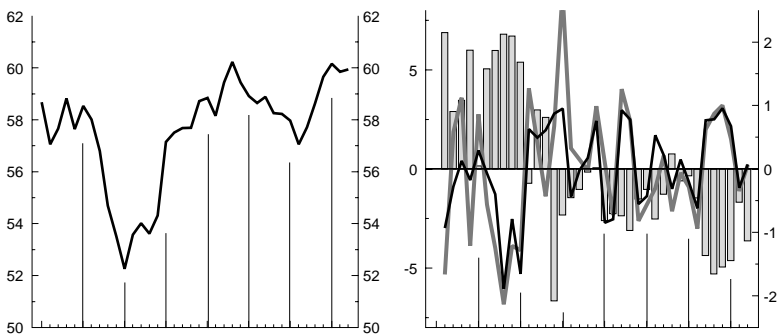
## OTRAS TRANSFERENCIAS CORRIENTES



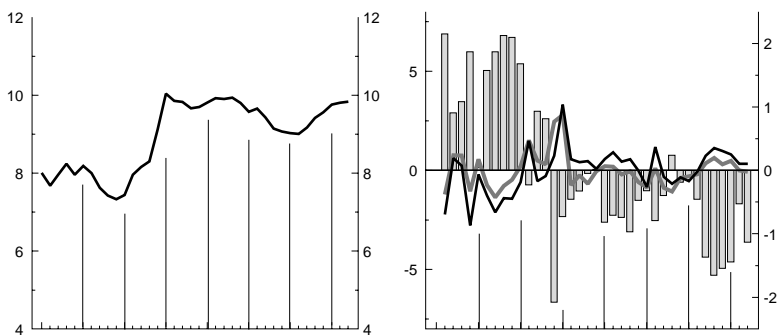
### CONSUMO NACIONAL



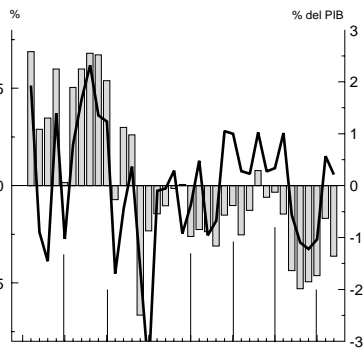
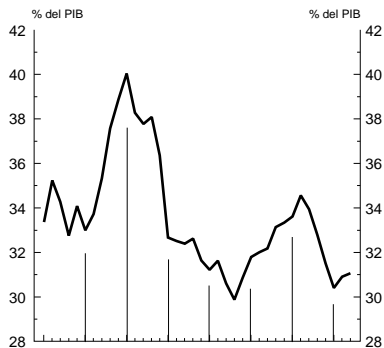
### CONSUMO PRIVADO



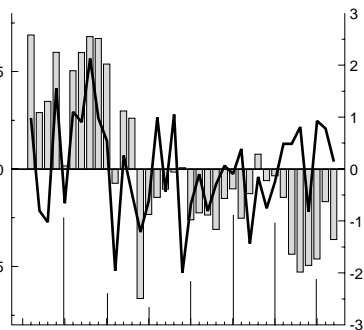
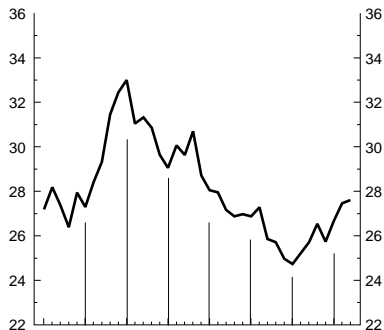
### CONSUMO PÚBLICO



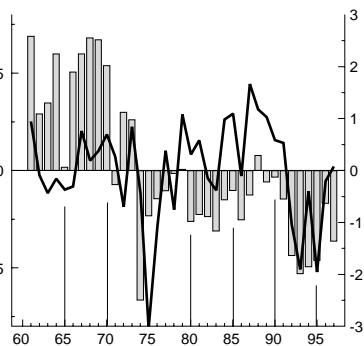
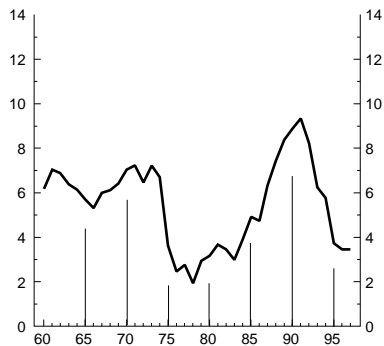
## ECONOMÍA NACIONAL



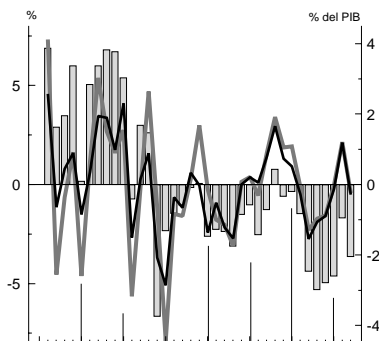
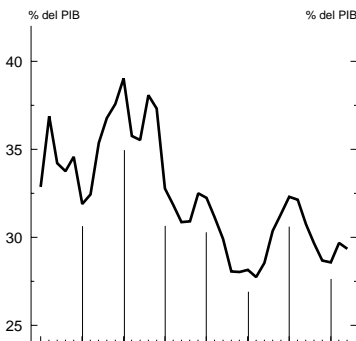
## SECTOR PRIVADO



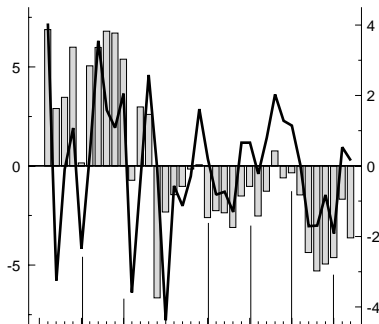
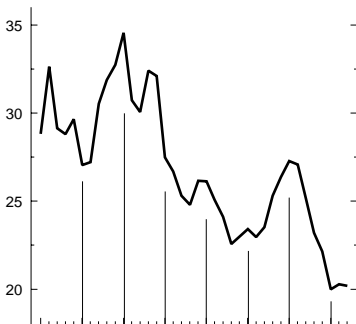
## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



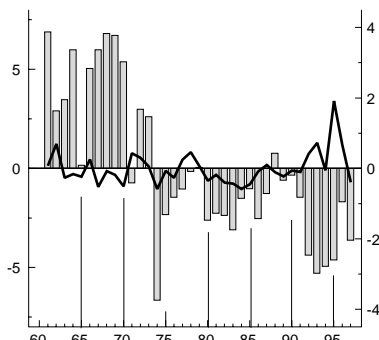
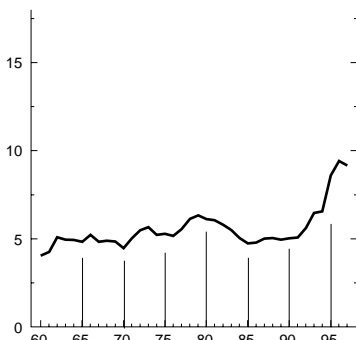
## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL NACIONAL



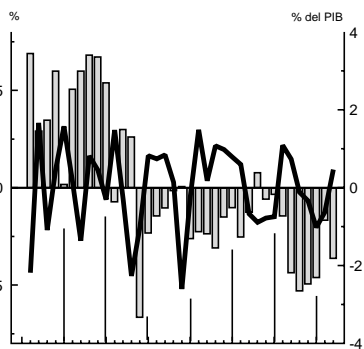
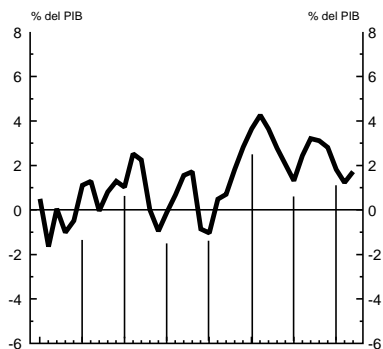
## INVERSIÓN PRIVADA



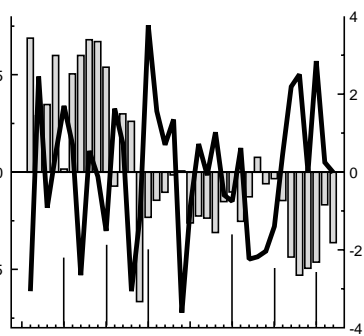
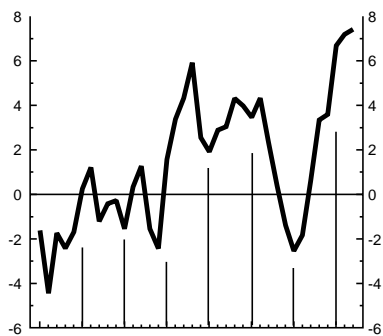
## INVERSIÓN PÚBLICA



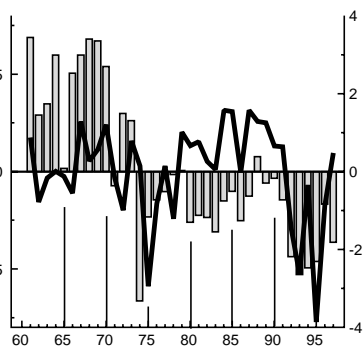
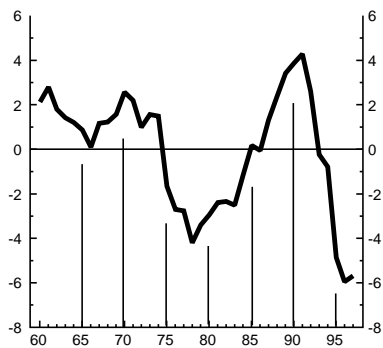
## ECONOMÍA NACIONAL



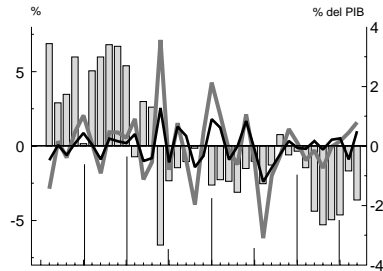
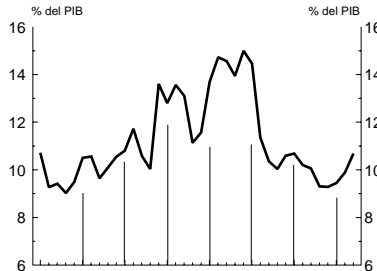
## SECTOR PRIVADO



## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



## EXPORTACIONES



## IMPORTACIONES

